

国債市場の動向に関する調査研究報告書

平成 14 年 7 月
総務省 郵政研究所

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、国債に関する話題については、新聞、雑誌、学術論文等において取り上げられる機会も多くなっている。

国債については、国家財政の問題、財政・金融政策の在り方、国債の格付の問題等様々な観点から議論すべき点があるが、本調査研究においては、主として、我が国の公社債市場の中核となる国債について、近年の発行・流通市場の動向を把握すると共に、市場の効率性を示す国債の流動性の観点から我が国の国債市場制度を分析している。

国債発行残高の増加は、財政赤字拡大というマイナス面だけではなく、我が国の国債市場を改革するには絶好の機会になっているともいえる。

近年の国債の大量発行に伴い、我が国の国債市場制度は様々な改革が進められ、大きく変貌しようとしている。

国債市場制度の改革は、発行しやすい国債市場の実現という、発行サイドにとってのメリットのみに止まらず、金融市場の効率性を高め、日本経済の資源配分の向上、さらには、諸外国の保有者増加を招くことにより、円の国際化につながるものである。

本調査研究では、財務省、日本銀行、日本証券業協会から公表される資料等により、国債市場の動向を探るとともに、日本国債の流動性と市場制度の問題点、日本国債の流動性向上のための方策について、分析・整理する。

具体的には、最初に、近年の国債の発行市場・流通市場の動向を分析し、次いで、国債の流動性を示す指標の一つである売買回転率の時系列変化を分析すると共に、BIS（国際決済銀行）が行った先進主要国の国債市場の流動性に関する調査結果を基に、我が国における国債市場制度の問題点を考察する。

最後に、財務省において、平成12年9月から、市場関係者及び学識関係者を集めて開催されている「国債市場懇談会」の議論を中心に、日本国債の流動性向上のための方策に関する論点を整理・分析する。

本調査研究報告書が、我が国の国債市場制度に関する理解を深め、さらには、国債の流動性向上のための諸施策の実施に当たって有益な情報を提供できれば、望外の幸せである。

平成14年7月

総務省郵政研究所
第三経営経済研究部

「国債市場の動向に関する調査研究」の参画者

米澤康博 横浜国立大学経営学部教授

山浦家久 総務省郵政研究所第三経営経済研究部主任研究官

岡田晴之 前総務省郵政研究所第三経営経済研究部研究官

国債市場の動向に関する調査研究

要 約

- 1 本調査研究においては、我が国の国債が大量に発行されている中で、国債市場の動向を探るとともに、日本国債の流動性と市場制度の問題点、日本国債の流動性向上のための取組みと今後の課題について、分析・整理する。
- 2 近年の国債市場の動向については、公社債全体に占める国債の比率は現存額・発行額・売買額は共に高く、特に売買額に占める国債の比率は90%台と非常に高い比率になっており、国債の発行年限別の比率については、中核となる長期利付国債の現存額・発行額の比率は低下し、売買額の比率はおおむね横ばいなのに対し、中期利付国債の比率は現存額・発行額・売買額とも上昇している。
- 3 国債の保有構成については、国債の9割近くを金融機関が保有しており、時系列的には、保険・年金基金の比率の増加が著しく、国債保有増加の寄与度が高いのは、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関、中央銀行であり、金融資産全体の構成比をみると、国内銀行及び民間生命保険については、近年国債の保有比率が上昇している。
- 4 そのほとんどが国債である公社債全体の売買状況については、売買の中心は債券ディーラーだが、時系列的には比率は低下している一方、都市銀行の比率が上昇しており、近年のおよその傾向は、都市銀行と債券ディーラーが売り手で、信託銀行、農林系金融機関、生保・損保、投資信託、外人が買い手となっている。
- 5 日本国債の売買回転率については、時系列的に総じて売買回転率は低下しており、国債の種類別には、割引短期、長期利付、中期利付、等の順に売買回転率が高くなっている。
- 6 BIS（国際決済銀行）の調査結果をみると、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、日本国債の市場流動性は低く、商品性、発行方法、税制、決済等から、日本の国債市場の整備が大きく遅れていることが分かる。
- 7 我が国においては、国債の大量発行時代を迎え、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、シ団引受制度の見直し等、近年国債市場制度改革を実施してきた。
- 8 平成12年9月以降開催されている、国債発行当局と市場関係者・有識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、国債市場制度改革を推進している。
- 9 しかしながら、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おり、国債の商品性、インフラ整備の観点等から、提言項目の更なる絞込みなどとして、早急な実現に向けての努力が期待される場所である。さらには、財務省及び日本銀行だけでなく、国債電子取引など市場参加者が中心となって推進される改善策にも、大きな期待がかけられるところである。

Research on trends in the Japanese government bond market

[Summary]

1. This research explores trends in the Japanese government bond market under the issue of large volumes of Japanese government bonds, analyzes and consolidates the problems of liquidity and the market system for government bonds, measures to increase liquidity in the market and future challenges.
2. The recent trends in the Japanese government bond market are:
 - (a) Government bonds account for a high proportion of all public and corporate bonds in terms of outstanding amount, issue amount and trading amount. Japanese government bond account for some 90% of trading amount, which is an extremely high proportion.
 - (b) In terms of the ratio of issue maturities for Japanese government bonds, the proportion of outstanding amount and issue amount occupied by long-term interest-bearing government bonds, which make up the core, is decreasing, and the proportion of trading amount is basically flat. By contrast, the proportion of outstanding amount, issue amount and trading amount occupied by medium-term interest-bearing government bonds is increasing.
3. Regarding Japanese government bond holdings by each sector:
 - (a) Financial institutions hold nearly 90% of government bonds.
 - (b) On a time series basis, there has been a marked increase in the proportion held by insurance companies and pension funds.
 - (c) The institutions with a high level of contribution to the increase in government bond holdings are depository corporations, insurance and pension funds, other financial intermediaries and central banks.
 - (d) The holding ratio of government bonds at domestically licensed banks and private life insurance companies has increased in recent years as a percentage of all financial assets.

4. In the trading of all public and corporate bonds, which concerns largely government bonds:
 - (a) Bond dealers are the primary traders, but their share has decreased on a time series basis, with that of city banks increasing.
 - (b) The recent general trend is that city banks and bond dealers are sellers while trust banks, agriculture/forestry-related financial institutions, life/non-life insurance companies, investment trusts and overseas investors are buyers.
5. With regard to the trading turnover ratio for Japanese government bonds:
 - (a) The trading turnover ratio has generally declined on a time-series basis.
 - (b) Bond categories with a high trading turnover ratio include short-term discount government bonds, long-term interest-bearing government bonds and medium-term interest-bearing government bonds, in that order.
6. The results of Bank for International Settlements (BIS) studies show that, compared to the leading European countries and the United States:
 - (a) The degree of market liquidity in Japanese government market is low because the trading turnover ratio is low and the bid-ask spread is large.
 - (b) The development of Japan's government bond market is lagging behind significantly in respect of the characteristics of government bonds as investment instruments, issue methods, tax system, and settlement.
7. Japan is approaching an era of large volume bond issue, and has implemented reforms to the government bond market system in recent years. This includes reform of the bid system, tax system amendments, diversification of maturities of government bonds, creation of benchmark issues for government bonds, adoption of Real Time Gross Settlement (RTGS) for settlement of government bonds, implementation of the reopening of government bond issues and a review of the syndicate underwriting system.
8. "Proposals to increase liquidity in the secondary market" (Item 14) have been presented by the Meeting on the Japanese Government Bond Market, a forum for dialogue among government bond issuing authorities, market insiders and experts that has been held since September 2000 and is promoting systemic reform of the government bond market.

9. Japan's government bond market is lagging behind significantly compared to markets in other developed countries. Upon a further detailing of proposals, there is anticipation of efforts aimed at rapid implementation from the perspectives of improving the characteristics of government bonds as investment instruments and improving the infrastructure. In addition, substantial hopes are resting on reform measures to be promoted by market participants as well as the Ministry of Finance and the Bank of Japan, including electronic dealing in government bonds.

目 次

| | |
|------------------------------------|----|
| 序章 調査研究の概要 | 1 |
| 1 目的..... | 1 |
| 2 主な内容..... | 1 |
| | |
| 第1章 近年の国債市場の動向 | 3 |
| 1.1 国債の種類..... | 3 |
| 1.1.1 国債の範囲..... | 3 |
| 1.1.2 国債の発行規定..... | 4 |
| 1.1.3 現在発行されている国債の種類..... | 4 |
| 1.2 国債市場の動向..... | 5 |
| 1.2.1 国債市場全般の動向..... | 5 |
| 1.2.2 公社債市場における国債の位置付け..... | 8 |
| 1.2.3 国債の種類別の現存額、発行額、売買額の推移..... | 11 |
| 1.3 国債の取引主体別保有残高の推移..... | 16 |
| 1.3.1 資金循環統計の仕組み..... | 16 |
| 1.3.2 国債の取引主体別保有状況..... | 19 |
| 1.3.3 国債の取引主体別保有残高の増加率に関する寄与度..... | 22 |
| 1.3.4 主要取引主体別の国債の保有状況..... | 23 |
| 1.4 国債等公社債全体の売買状況..... | 26 |
| 1.4.1 国債等公社債全体の取引主体別売買状況の推移..... | 26 |
| 1.4.2 主要取引主体別売買状況..... | 29 |
| 1.5 まとめ..... | 32 |
| | |
| 第2章 日本国債の流動性と市場制度の問題点 | 33 |
| 2.1 日本国債の流動性..... | 33 |
| 2.1.1 市場流動性..... | 33 |
| 2.1.2 国債の売買回転率..... | 33 |
| 2.1.3 国債以外の公社債の売買回転率..... | 36 |
| 2.1.4 国債先物の売買回転率..... | 39 |
| 2.2 我が国の国債市場制度の問題点..... | 42 |
| 2.2.1 国債市場の流動性の国際比較..... | 42 |
| 2.2.2 我が国の国債市場制度の問題点..... | 43 |
| 2.3 まとめ..... | 56 |

| | |
|---|----|
| 第3章 日本国債の流動性向上のための方策 | 57 |
| 3.1 これまでの国債市場制度改革の歩み..... | 57 |
| 3.2 「国債市場懇談会」における議論..... | 59 |
| 3.2.1 メンバー..... | 59 |
| 3.2.2 開催模様..... | 60 |
| 3.2.3 「流通市場における流動性向上のための提言」..... | 64 |
| 3.3 その他流動性向上のための論点..... | 76 |
| 3.3.1 電子取引が金融市場構造に及ぼす影響..... | 76 |
| 3.3.2 我が国における国債電子取引..... | 77 |
| 3.4 まとめ..... | 78 |
| | |
| (参考文献) | 79 |
| (参考資料) | 81 |
| ・戦後の国債管理政策の推移..... | 81 |
| ・新聞発表 15年変動利付国債の概要について..... | 82 |
| ・シ団メンバー数の推移(年度当初)..... | 83 |
| ・平成14年度発行国債の発行方法、種類別発行予定額..... | 84 |
| ・国債発行計画の推移(当初ベース)..... | 85 |
| ・国債発行額(市中消化分)の推移(実績ベース)..... | 86 |
| ・発行ロットの推移..... | 87 |
| ・最近5年間の新規財源債、借換国債及び財政融資資金特別会計国債の引受先別消化状況..... | 88 |
| ・最近5カ年間の新規財源債、借換国債及び財政融資資金特別会計国債の種類別発行額..... | 91 |

序章 調査研究の概要

序章 調査研究の概要

1 目的

我が国の国債市場については、近年国債が大量発行されている中で様々な制度改革が進められて大きく変貌しようとしている。

本調査研究では、市場の効率性を示す国債の流動性を中心として、国債市場制度について分析することを目的としており、具体的には、近年の国債の発行・流通市場の動向、日本国債の流動性と市場制度の問題点、国債の流動性向上のための市場制度改革について考察することである。

近年の国債の発行・流通市場の動向については、公社債市場全体に占める国債の位置付け、国債の発行年限別の現存額・発行額・売買額、国債の取引主体別の保有残高等により把握する。

日本国債の流動性と市場制度の問題点については、国債市場の効率性を示す国債の流動性に関する指標を探して、日本国債の流動性について時系列的な変化を把握すると共に、我が国の国債市場制度の問題点を明らかにすることである。

さらに、国債の大量発行という現状に鑑み、流動性の向上のために進められている国債市場制度改革の方向性について、分析・整理することである。

2 主な内容

第1章では、最初に国債の種類を説明した後、時系列データを用いて、公社債市場全体の現存額・発行額・売買額における国債の位置付けをみると共に、国債の発行年限別の現存額・発行額・売買額の推移をみている。

さらに、国債に対する取引主体別の保有残高の推移と主要取引主体別の国債の保有状況と、国債売買の比率が9割を超えている公社債全体の取引主体別売買額の推移及び主要取引主体別の売買状況等をみている。

第2章では、最初に、発行年限別に国債の流動性を示す指標である売買回転率の時系列的变化をみた後、同様に、政府保証債・公募地方債・金融債・普通社債・円建外債、などの国債以外の公社債、そして国債先物の売買回転率をみている。

さらに、B I S (国際決済銀行)が実施した先進主要国の国債市場の流動性に関する調査結果に基づき、国債市場の流動性の国際比較を行うと共に、諸外国と比較した、国債の商品性、発行方法、流通形態、市場参加者の特性、税制、決済等から、我が国の国債市場制度の問題点を考察している。

第3章では、最初に、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R T G S導入、リオープンの実施、シ団引受制度の見直しなど、平成以降の国債市場制度改革の歩みについてみる。

さらに、平成 12 年 9 月から市場関係者及び有識者を集めて財務省で開催されている「国債市場懇談会」における流動性向上のための議論、国債電子取引の問題を中心に、日本国債の流動性向上のための方策について考察している。

第1章 近年の国債市場の動向

第1章 近年の国債市場の動向

1.1 国債の種類

1.1.1 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資金を調達するために発行される歳入債を指し^{1.1}、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（以下「財投債」という。）」を指す場合が多い（図表1-1参照）。

以下では、「国債」という場合には、特にことわりのない限り、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。

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 |

^{1.1} 国債の種類に関する説明については、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-」を参考としている。

また、国債制度全般については、浜田恵造[平成9年]『国債 - 発行・流通の現状と将来の課題』が詳しい。

- (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 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。
- 4 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。
- 5 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。
- 6 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。
- 7 政府短期証券は、国庫資金繰りのための資金調達を目的として発行される短期(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。

1.1.2 国債の発行規定

「普通国債」は、発行根拠法により、建設国債、特例国債及び借換国債に大別される。

我が国では、国が国債を発行して財源を調達することは原則として禁止されているが、財政法第4条第1項但し書きの規定により、例外的に公共事業、出資金及び貸付金の財源とする場合に、国会の議決を経た範囲内で発行される国債を「建設国債」という。

さらに、建設国債を発行しても赤字が発生する場合に、公共事業費等以外の歳出にあてる資金を調達することを目的として発行される国債を「特例国債」といい、一般に赤字国債と呼ばれている。特例国債は年度ごとに特例法に基づき発行されている。

建設国債と特例国債は新規財源となることから、「新規財源債」とも呼ばれている。

また、国債整理基金特別会計法第5条及び第5条ノ2によって、各年度の国債の整理又は償還に必要な額を限度として発行される国債を「借換国債」という。

普通国債のほかに、財政融資資金特別会計法第11条により、財政融資資金において運用の財源に充てるため必要があるときに、この会計の負担により発行される国債を「財政融資資金特別会計国債」、すなわち「財投債」という。

1.1.3 現在発行されている国債の種類

現在(14年度)発行されている普通国債の種類については、超長期利付国債^{1.2}が15年・20年・30年、長期利付国債が10年、中期利付国債が2・5年、中期割引国債が3年、割引短期国債が6か月・1年である(図表1-2参照)。

同様に、財投債については、超長期利付国債が15年・20年・30年、長期利付国債が10年、中期利付国債が2・5年である。

さらに、主な国債の発行頻度については、2年利付国債・5年利付国債・10年利付国債が毎月、3年割引国債・20年利付国債が2か月ごと、15年変動利付国債が3か月ごと、30

^{1.2} 一般的な国債の分類では、図表1-1で示した長期国債を、「超長期国債」(10年超国債)と「長期国債」(10年国債)に分けて分類している。

年利付国債が半年ごとである（図表 1 - 3 参照）。

図表 1 - 2 平成 14 年度に発行されている国債の種類

| 発行区分 | 具体的な種類 | 年 限 |
|------|---------|-----------|
| 普通国債 | 超長期利付国債 | 15、20、30年 |
| | 長期利付国債 | 10年 |
| | 中期利付国債 | 2、5年 |
| | 中期割引国債 | 3年 |
| | 割引短期国債 | 6か月、1年 |
| 財投債 | 超長期利付国債 | 15、20、30年 |
| | 長期利付国債 | 10年 |
| | 中期利付国債 | 2、5年 |

（備考） 1 財務省ホームページから作成。

2 超長期利付国債のうち、15年は変動利付国債である（15年変動利付国債の概要については、本報告書の P82 を参照。）。

図表 1 - 3 平成 14 年度に発行されている主な国債の発行頻度

| 国債の種類 | 発行頻度 | 国債の種類 | 発行頻度 |
|---------|-------|-----------|-------|
| 2年利付国債 | 毎月 | 15年変動利付国債 | 3か月ごと |
| 3年割引国債 | 2か月ごと | 20年利付国債 | 2か月ごと |
| 5年利付国債 | 毎月 | 30年利付国債 | 半年ごと |
| 10年利付国債 | 毎月 | | |

（備考）財務省ホームページから作成。

1.2 国債市場の動向

1.2.1 国債市場全般の動向

平成 3 年度から平成 13 年度^{1.3}までの国債市場についてみると、国債の発行額^{1.4}は、平成 6 年度を除き毎年増加している。特に、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券などの金融機関の破たんが発生した平成 9 年度の翌年の平成 10 年度及び平成 11 年度は 100 兆円近くに発行額は増加し、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（図表 1 - 4 参照）。

国債発行を新規財源債・借換債の別にみると、新規財源債の比率は、平成 6 年度 - 平成 12 年度はおおむね 30% 台だったのに対し、平成 13 年度は 50% 近く（49.8%）に上昇している（図表 1 - 5 参照）。

国債の現存額（額面ベースで計上）については、国債発行の急激な増加に対応し、平成 11 年度以降には、300 兆円を超えるようになっている。

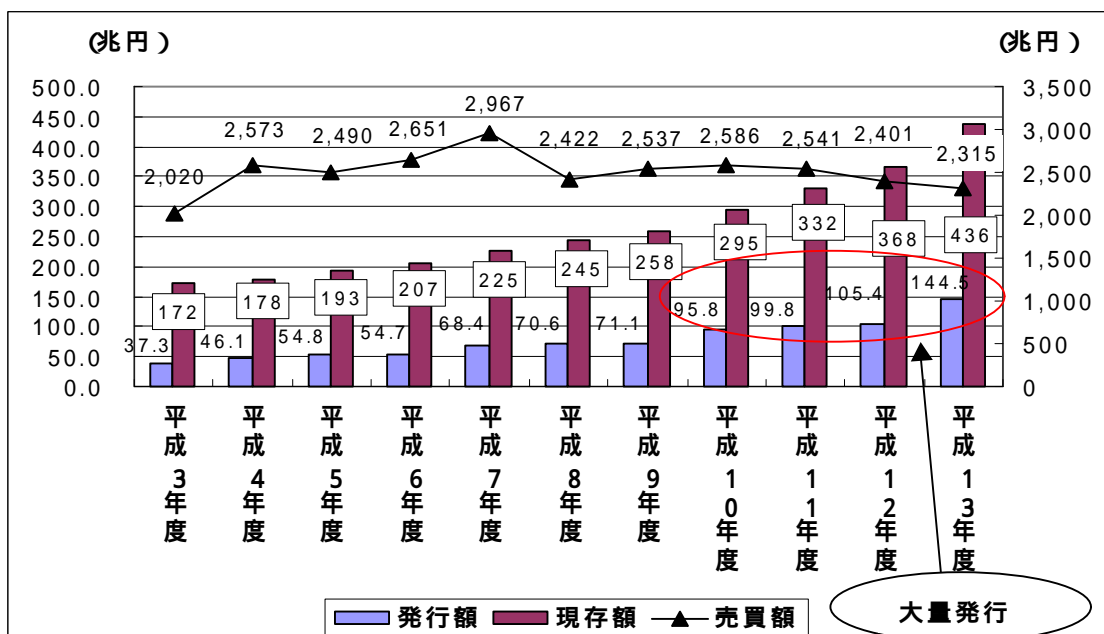
^{1.3} 国債の現存額・発行額・売買額・取引主体別保有残高等の統計データについて、時系列の年度ベースで統一的に把握するため、平成 13 年度を直近の年度として分析している。

^{1.4} 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。

国債の現存額を、名目GDP比の推移で見ると、一貫して上昇している。さらに、国債と同様に代表的な金融資産の一つである、株式の時価総額（東京証券取引所第一部上場の株式）と比較すると、平成11年度までは、国債の現存額の方が低かったが、平成12年度以降は、株式の時価総額を上回っている（図表1-6参照）。

一方、国債の売買額^{1.5}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、2,300-2,500兆円台の横ばい状態で推移している。

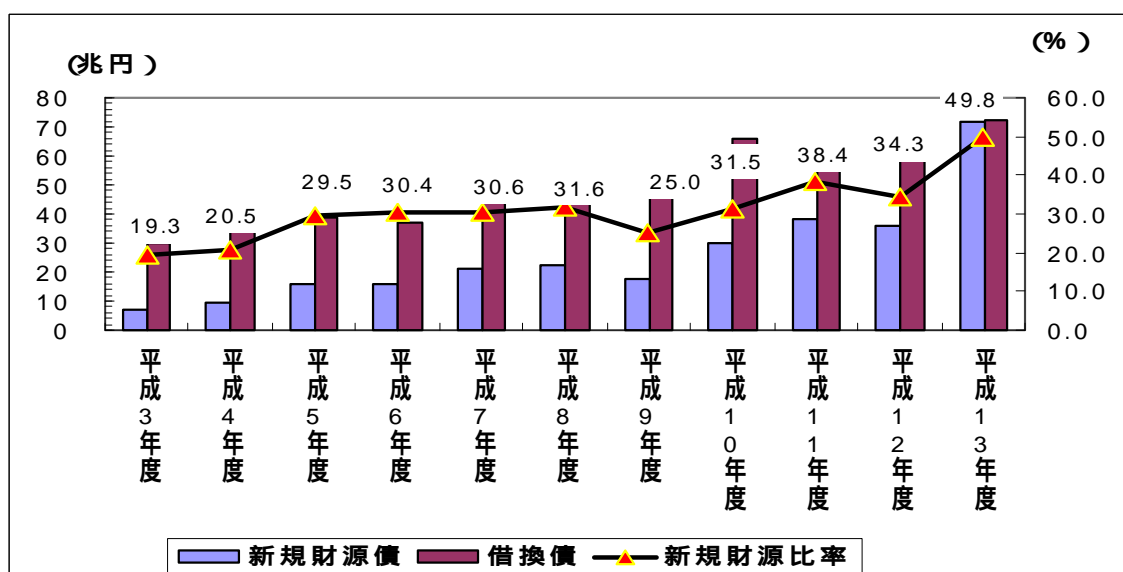
図表1-4 近年の国債市場の動向



- (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』等から作成。
 2 売買額については、現先売買を含む。

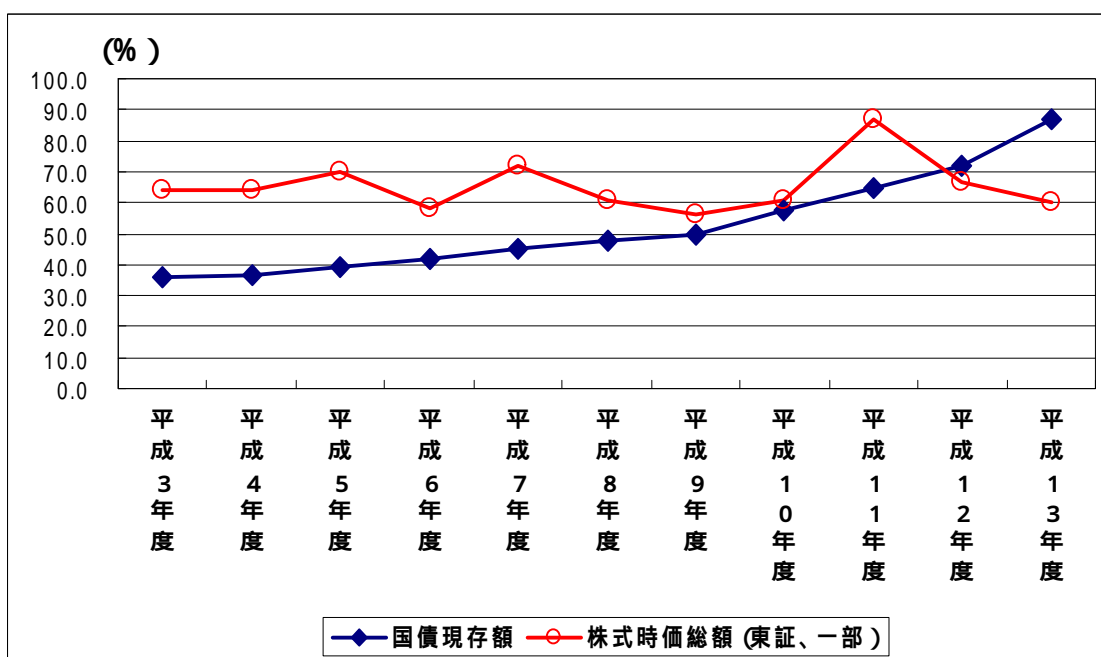
^{1.5} 国債の売買額は、店頭取引に係るもので、「売り」と「買い」の往復ベース。

図表 1 - 5 新規財源債、借換債の発行状況



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

図表 1 - 6 国債現存額と株式時価総額 (年度末ベース) の対名目GDP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』、東京証券取引所『証券統計年報』及び内閣府『国民経済計算年報』等から作成。

1.2.2 公社債市場における国債の位置付け

1.2.2.1 現存額

平成13年度末の公社債市場全体（政府短期証券を除く。）の現存額は約678兆円で、うち、国債の現存額は約436兆円で、公社債全体に占める国債の比率は約64%となっている（図表1-7参照）。

このように、我が国の公社債市場については、国債中心の市場であることが分かる。

また、国債のうち、代表的な長期国債（6年^{1.6}・10年債）の割合は、23.8%と最大の比率となっており、国債に次いで、代表的な公社債である、公募地方債・政府保証債・金融債・普通社債・転換社債を合計した現存額（22.3%）を上回っている。

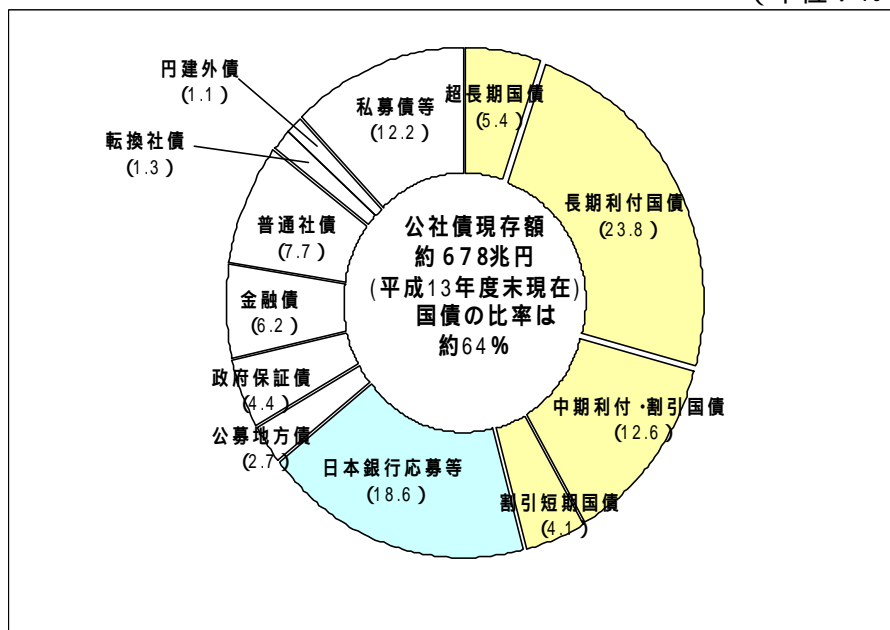
図表1-8は、平成3-13年度における公社債現存額の構成比の推移を示したものである。

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%）と17.1ポイントもの増加となっている。

国債以外の公社債では、普通社債が（3.1% 7.7%）と4.6ポイント増加しているのに対し、平成3-6年度当時は、国債に次いで現存額が大きかった金融債は、（20.5% 6.2%）と14.3ポイントもの減少となっている。

図表1-7 公社債現存額の構成

（単位：%）

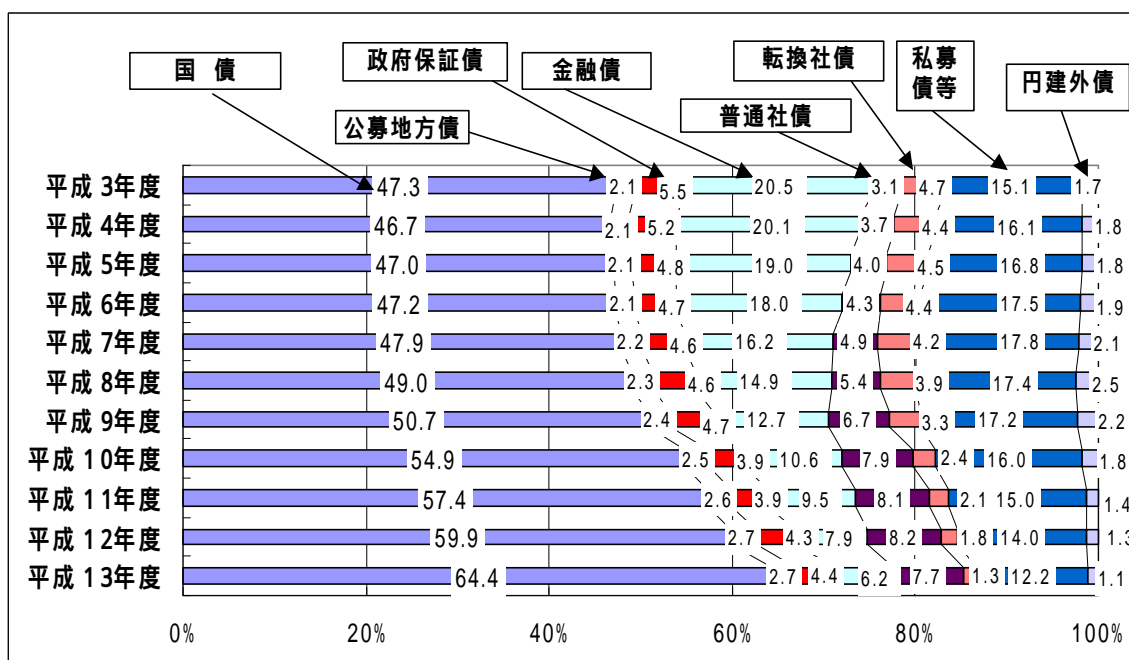


^{1.6} 6年債は、一般的には、中期国債に分類されるが、日本証券業協会の発表する、現存額、発行額、売買額に関するデータは、中期国債ではなく、長期国債に分類されている。

以下では、国債及び社債等公社債全体の現存額・発行額・売買額に関するデータを統一的に把握している、日本証券業協会の公表データを基に分析している部分については、特にことわらない限り、6年債は長期国債として分析する。なお、平成13年度の長期国債現存額のうち、6年債の比率は11.1%であるが、6年債は平成13年度以降発行されていない。

- (備考) 1 日本証券業協会『証券業報』から作成。
 2 日本銀行応募等は国債の市中消化分以外のもの。
 3 政府保証債は、政府保証債と財投機関債である。
 4 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。
 5 各計数ごとに四捨五入したため、合計が100%にならない場合がある。

図表1-8 公社債現存額の構成比の推移



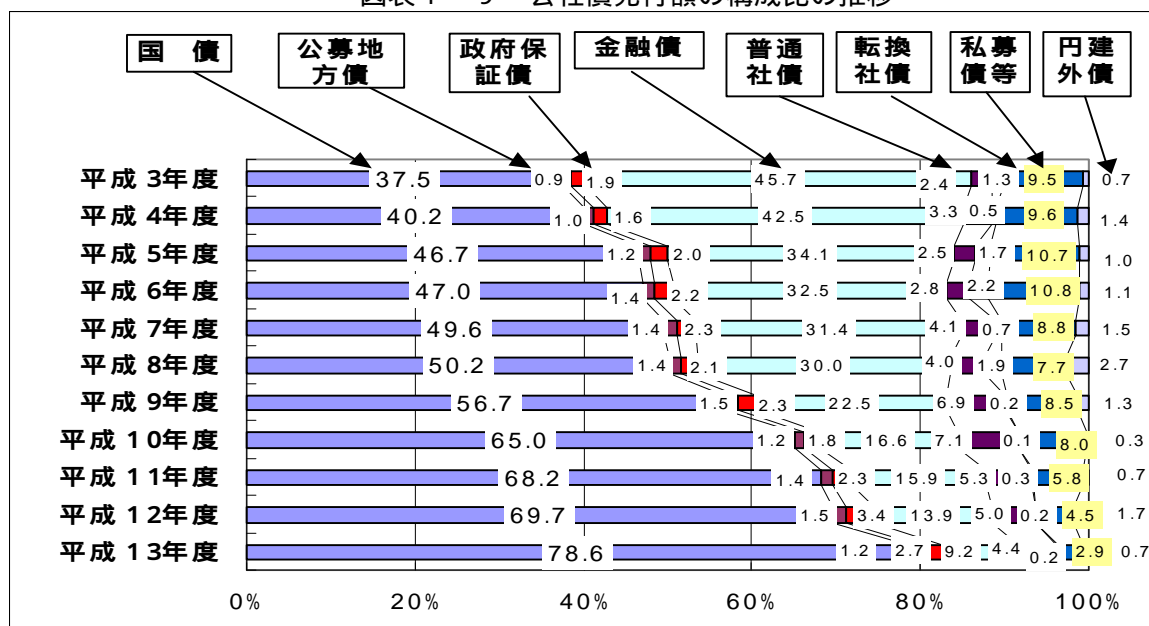
(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

1.2.2.2 発行額

発行市場における国債の構成比は現存額以上に高まっており、平成3年度と平成13年度を比較すると、(37.5% 78.6%)と41.1ポイント増加している(図表1-9参照)。

国債以外の公社債については、現存額の場合と同様に、普通社債が(2.4% 4.4%)と2.0ポイント増加しているのに対し、平成3・4年度当時は、国債以上に発行額が大きかった金融債は、(45.7% 9.2%)と36.5ポイントと大幅に減少している。

図表 1 - 9 公社債発行額の構成比の推移



(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。

1.2.2.3 売買額

公社債市場全体^{1.7}に占める国債の売買額^{1.8}の構成比については、平成 13 年度には 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 年度をみても、91-96% 台と非常に高い比率で推移している^{1.9}(図表 1 - 10 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を示している。

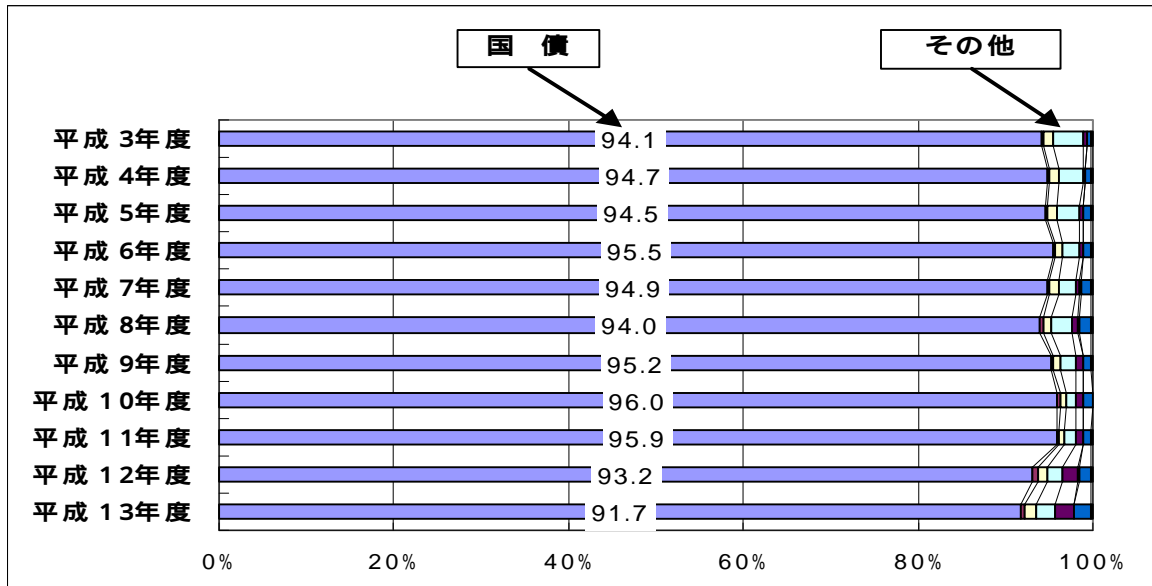
^{1.7} 我が国の公社債流通市場は、証券取引所で行われる取引所市場と証券会社等の店頭で取引が行われる店頭市場とに大別されるが、公社債売買額全体に関する店頭取引のウエイトは、圧倒的に大きいため、ここでは、店頭取引について分析する。

公社債について店頭取引が多い理由としては、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馴染まない、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、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]「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。)

^{1.8} 売買額については、現先取引分を含んでいる。現先取引は一定期間後に一定価格で買い戻す(売り戻す)ことをあらかじめ約束して債券を売却する(買い付ける)債券売買取引で、実質的には債券を担保とした短期の金融取引である。

^{1.9} 平成 11 年度以降については、国債全体の売買額が毎年減少しているため、国債の公社債全体の売買額に占める比率も毎年低下している。運用難で持ち切り型の投資が増加したこと等により、売買額が低下したことによるものとみられる。

図表 1 - 10 公社債売買額の構成比の推移



(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。

1.2.3 国債の種類別の現存額、発行額、売買額の推移

ここでは、国債の種類別の現存額、発行額、売買額をみるため、国債全体のうち、市場消化国債のみ分析対象とする。

1.2.3.1 現存額

国債の現存額について、図表 1 - 11 で実額と平成 3 年度を 100 とした指数を示した。

国債全体では、平成 3 年度から平成 13 年度にかけ、(100 287)と約 2.9 倍増加している。

このうち、現存額のウエイトが最も高く、国債の中心となる長期利付国債については、現存額は(100 202)と約 2 倍増加した。さらに、中期利付国債については、(100 2,167)と、約 22 倍増加している。

しかし、時系列的に構成比の推移をみると(図表 1 - 12 参照) 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。他方、中期利付国債は(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ことが分かる。

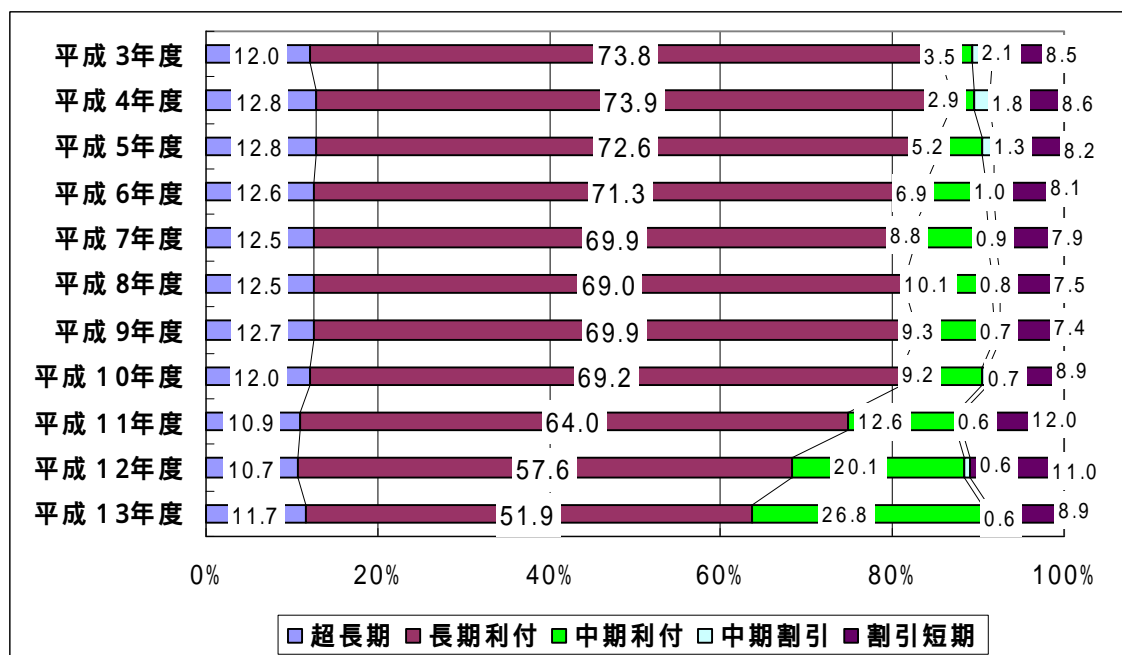
図表 1 - 11 国債の種類別現存額の推移

(単位：億円)

| 年 度 | 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 | 130,290 (100) | 798,038 (100) | 38,336 (100) | 23,234 (100) | 91,819 (100) | 1,081,717 (100) |
| 平成 4 年 度 | 143,555 (110) | 828,118 (104) | 32,271 (84) | 19,818 (85) | 96,425 (105) | 1,120,187 (104) |
| 平成 5 年 度 | 156,745 (120) | 892,075 (112) | 63,669 (166) | 15,679 (67) | 101,073 (110) | 1,229,241 (114) |
| 平成 6 年 度 | 172,085 (132) | 973,913 (122) | 94,173 (246) | 14,232 (61) | 110,696 (121) | 1,365,099 (126) |
| 平成 7 年 度 | 192,549 (148) | 1,073,876 (135) | 134,562 (351) | 13,630 (59) | 120,827 (132) | 1,535,444 (142) |
| 平成 8 年 度 | 208,488 (160) | 1,148,540 (144) | 168,348 (439) | 13,185 (57) | 125,182 (136) | 1,663,743 (154) |
| 平成 9 年 度 | 219,439 (168) | 1,208,452 (151) | 161,013 (420) | 12,884 (55) | 128,254 (140) | 1,730,042 (160) |
| 平成 10 年 度 | 230,973 (177) | 1,327,481 (166) | 177,152 (462) | 12,658 (54) | 170,208 (185) | 1,918,472 (177) |
| 平成 11 年 度 | 244,938 (188) | 1,440,785 (181) | 284,482 (742) | 12,410 (53) | 270,013 (294) | 2,252,628 (208) |
| 平成 12 年 度 | 288,878 (222) | 1,549,994 (194) | 541,189 (1,412) | 15,823 (68) | 296,418 (323) | 2,692,302 (249) |
| 平成 13 年 度 | 362,793 (278) | 1,610,197 (202) | 830,885 (2,167) | 19,940 (86) | 275,973 (301) | 3,099,788 (287) |
| 年 度 平 均 | 213,703 | 1,168,315 | 229,644 | 15,772 | 162,444 | 1,789,878 |

- (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 金額欄の下の()内の数字は、平成3年度の現存額を100とした指数。

図表 1 - 12 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。

1.2.3.2 発行額

国債の発行額について、図表1-13で実額と平成3年度を100とした指数を示した。

国債全体では、平成3年度から平成13年度にかけて、国債の大量増発を反映し、(100 329)と約3.3倍増加した。

このうち、発行額の最も大きいのは、償還までの期間が短く、借り換えのために発行されている、割引短期国債で、(100 198)と約2.0倍増加した。長期利付国債については、発行額は(100 204)と約2.0倍増加した。さらに、中期利付国債については、(100 2,432)と約24.3倍増加している。

時系列的に構成比の推移をみると(図表1-14参照)、割引短期国債は、(60.6% 36.5%)と24.1ポイント減少し、長期利付国債は、(30.7% 19.0%)と11.7ポイント減少している。

他方、中期利付国債は(5.0% 37.0%)と32.0ポイント増加し、平成12・13年度は長期利付国債を上回る発行額となっている。

なお、中期利付国債については、国債年限の多様化の観点に鑑み、平成12年2月から5年国債が発行されるようになった^{1.10}。

図表1-13 国債の種類別発行額の推移

(単位：億円)

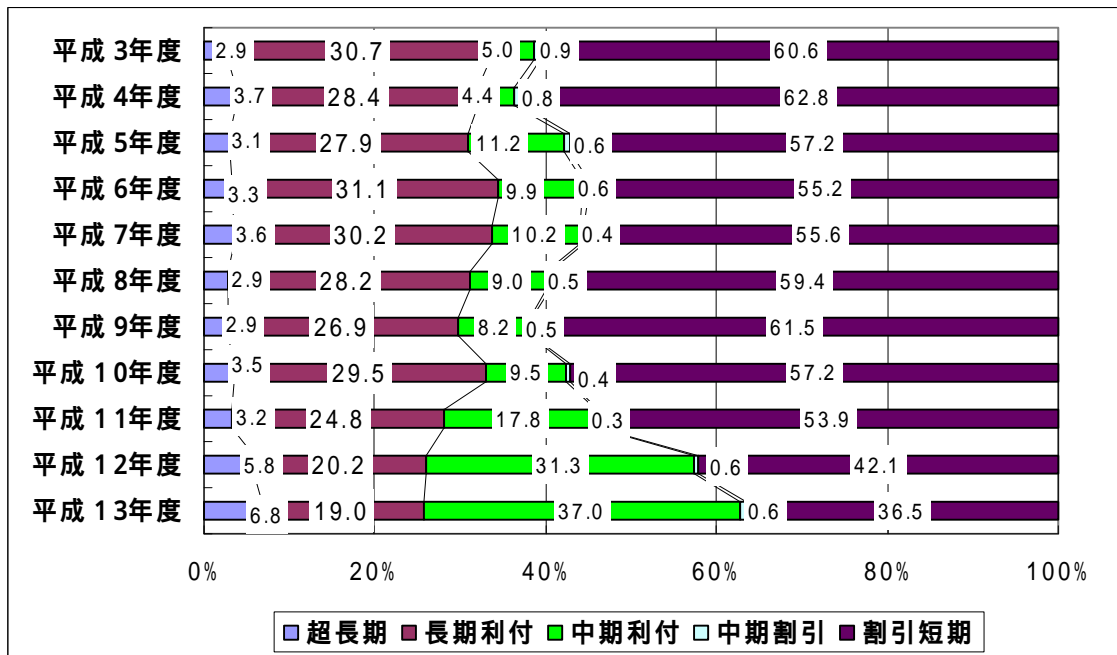
| 年 度 | 超 長 期 | 長 期 利 付 | 中 期 利 付 | 中 期 割 引 | 割 引 短 期 | 国 債 全 体 |
|---------|-----------------|------------------|--------------------|----------------|------------------|--------------------|
| 平成3年度 | 9,423 (100) | 101,080 (100) | 16,481 (100) | 2,997 (100) | 199,553 (100) | 329,534 (100) |
| 平成4年度 | 13,265 (141) | 103,080 (102) | 15,792 (96) | 2,794 (93) | 227,942 (114) | 362,873 (110) |
| 平成5年度 | 13,190 (140) | 119,257 (118) | 47,880 (291) | 2,656 (89) | 244,822 (123) | 427,805 (130) |
| 平成6年度 | 15,340 (163) | 146,036 (144) | 46,295 (281) | 2,680 (89) | 258,672 (130) | 469,023 (142) |
| 平成7年度 | 20,464 (217) | 170,251 (168) | 57,623 (350) | 2,512 (84) | 313,797 (157) | 564,647 (171) |
| 平成8年度 | 15,939 (169) | 153,644 (152) | 49,070 (298) | 2,561 (85) | 324,129 (162) | 545,343 (165) |
| 平成9年度 | 15,951 (169) | 147,619 (146) | 45,245 (275) | 2,486 (83) | 337,225 (169) | 548,526 (166) |
| 平成10年度 | 23,984 (255) | 203,982 (202) | 65,549 (398) | 2,429 (81) | 395,178 (198) | 691,122 (210) |
| 平成11年度 | 28,965 (307) | 224,508 (222) | 161,253 (978) | 2,428 (81) | 487,988 (245) | 905,142 (275) |
| 平成12年度 | 58,940 (625) | 205,640 (203) | 317,699 (1,928) | 5,928 (198) | 428,409 (215) | 1,016,616 (309) |
| 平成13年度 | 73,915 (784) | 206,000 (204) | 400,878 (2,432) | 6,673 (223) | 395,962 (198) | 1,083,428 (329) |
| 年 度 平 均 | 26,307 | 161,918 | 111,251 | 3,286 | 328,516 | 631,278 |

(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 金額欄の下の()内の数字は、平成3年度の発行額を100とした指数。

^{1.10} 5年国債は、かつて規制金利のもとで、5年物金融債と競合するとの理由で発行が見送られていた。その後、金融債を発行する長期信用銀行が二行破たんし、また、過去に大量発行された10年国債が満期5年近傍になったので、5年国債の発行を抑制することの意味がなくなった(富田俊基[平成13年]『日本国債の研究』による。)

図表 1 - 14 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。

1.2.3.3 売買額

国債の売買額^{1.11}について、図表 1 - 15 で実額と平成 3 年度を 100 とする指数を示した。国債全体では、平成 3 年度から平成 13 年度にかけて、(100 111) とわずかな増加に止まっている。過去 11 年間で、約 2.9 倍に増加している現存額、約 3.3 倍に増加している発行額とは対照的である。

このうち、売買額の最も大きい長期利付国債は、平成 3 年度から平成 13 年度にかけて、(100 91) と減少している。平成 3 - 13 年度の平均では、長期利付国債に次いで売買額の大きい割引短期国債についても、(100 43) と、半分以下に減少している。

一方、現存額・発行額の増加が近年著しい中期利付国債については、(100 5,939) と、約 59.4 倍増加している。

時系列的に構成比の推移をみると(図表 1 - 16 参照)、長期利付国債は一貫して最も高い比率となっているが、平成 4 - 6 年度にかけて減少した後、その後はおおむね 60% 台で推移し、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。

割引短期国債は、平成 3 年度から平成 4 年度にかけて増加した後、その後は減少し、平成

^{1.11} 後に分析する売買回転率が、現先取引を除いた売買額を基に行うため、国債の種類別売買額については、現先取引を除いたデータで行うこととする。なお、ここで示す売買額については、日本証券業協会に報告義務のない、政府等日本証券業協会の非協会員との取引に係る売買額については、過少に集計されているという、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]「短期国債市場の現状とレートの特性について」を参照)。

3年度と比較すると、平成13年度は、(19.9% 7.7%)と12.2ポイント減少している。

他方、中期利付国債は、平成3年度から平成13年度にかけて(0.4% 23.4%)と23.0ポイント増加し、平成12年度以降は長期利付国債に次ぐ売買額となっており、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ものと考えられる。

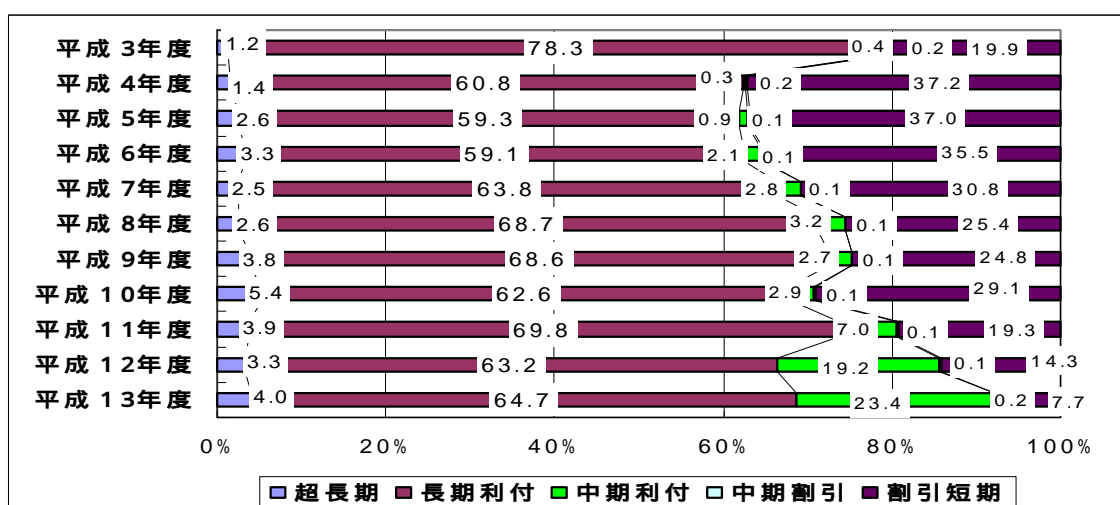
図表1-15 国債の種類別売買額の推移について

(単位：億円)

| 年 度 | 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 | 165,739 (100) | 10,994,279 (100) | 61,316 (100) | 26,303 (100) | 2,800,739 (100) | 14,048,376 (100) |
| 平成4年度 | 235,051 (142) | 9,988,700 (91) | 55,183 (90) | 26,659 (101) | 6,110,459 (218) | 16,416,052 (117) |
| 平成5年度 | 452,966 (273) | 10,235,847 (93) | 159,634 (260) | 23,297 (89) | 6,382,455 (228) | 17,254,199 (123) |
| 平成6年度 | 467,460 (282) | 8,485,061 (77) | 308,824 (504) | 10,921 (42) | 5,092,366 (182) | 14,364,632 (102) |
| 平成7年度 | 388,917 (235) | 9,945,096 (90) | 441,125 (719) | 12,187 (46) | 4,792,503 (171) | 15,579,828 (111) |
| 平成8年度 | 364,189 (220) | 9,455,062 (86) | 436,218 (711) | 7,839 (30) | 3,502,675 (125) | 13,765,983 (98) |
| 平成9年度 | 570,855 (344) | 10,254,852 (93) | 409,162 (667) | 8,339 (32) | 3,705,056 (132) | 14,948,264 (106) |
| 平成10年度 | 760,477 (459) | 8,877,722 (81) | 410,858 (670) | 7,677 (29) | 4,135,284 (148) | 14,192,018 (101) |
| 平成11年度 | 513,819 (310) | 9,219,728 (84) | 918,270 (1,498) | 7,187 (27) | 2,547,134 (91) | 13,206,138 (94) |
| 平成12年度 | 485,133 (293) | 9,306,938 (85) | 2,822,076 (4,603) | 12,538 (48) | 2,101,056 (75) | 14,727,741 (105) |
| 平成13年度 | 614,618 (371) | 10,054,052 (91) | 3,641,594 (5,939) | 26,349 (100) | 1,202,301 (43) | 15,538,914 (111) |
| 年 度 平 均 | 456,293 | 9,710,667 | 878,569 | 15,391 | 3,852,003 | 14,912,922 |

- (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 金額欄の下の()内の数字は、平成3年度の売買額を100とした指数。
 3 現先売買を除く。

図表1-16 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「公社債種類別店頭売買高」から作成。

1.3 国債の取引主体別保有残高の推移

以下では、日本銀行が作成している『資金循環統計』の「金融資産・負債残高表」から、国債の取引主体別保有残高の状況について説明する。

1.3.1 資金循環統計の仕組み

世の中では、日々さまざまな経済活動に伴う金融取引が行われており、金融取引の結果として保有する現金や預金などの残高が、金融資産・負債残高である。

資金循環統計は、これら金融取引、金融資産・負債残高を包括的に記録した統計である。

資金循環統計は、「金融取引表(フロー表)」、「金融資産・負債残高表(ストック表)」、「調整表」の3つの表(行列マトリックス形式により表示)によって記録されている。

ある期間の取引額は、「金融取引表(フロー表)」に記録され、取引の結果として保有される金融資産・負債の残高は「金融資産・負債残高表(ストック表)」に記録される。

価格変化がなければ、「前期末残高 + 今期の取引額 = 今期末残高」となるはずだが、株式など、実際には、価格が変化する金融商品も多く、上記のような関係は成り立たない。この場合の、前期末と今期末の残高差額と、今期の取引額との乖離額を記録したものが、「調整表」である。

表章形式については、経済主体(部門)を列、金融資産・負債(取引項目)を行とするマトリックス表上に、これらの計数を表示している。

「部門」は、大きく金融機関、非金融法人企業、一般政府、家計、対家計民間非営利団体、海外に分類されている。

「取引項目」は、現金・預金、貸出、株式以外の証券、株式・出資金、保険・年金準備金などの取引項目に分けられている。そして、「部門」、「取引項目」とともに、さらに細分化された内訳が設けられている(図表1-17、1-18参照)。

資金循環統計は、企業、家計、政府等経済主体間の資金の流れや債権・債務関係を鳥瞰できる経済統計として、昭和33年に統計作成を開始し、昭和53年には68SNAを反映させる形で見直しを行った。

さらに、今回、国民経済計算の93SNAへの改定に対応し、株式に加え公社債などの債券等について、時価評価を行うなどの改訂を行っており、本調査研究において分析している国債についても、資金循環統計では、時価ベースで計上されている。

また、資金循環統計で示される国債については、平成12年度までは、普通国債のほか、承継国債(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、図表1-1参照)を含んでいる。さらに、平成13年度以降については、「国債・財融債」として、普通国債、承継国債、財投債が合算されているが、本分析では、単に、「国債」とのみ表記する。

以下では、資金循環統計において入手可能な、平成元年度 - 平成13年度までの年度末ベースの金融資産・負債残高表(平成13年度分については、速報値)に基づき、国債の取引主体別保有残高の推移をみる。

図表 1 - 17 資金循環統計の取引部門一覧

| 部門名 | 主な金融機関 |
|----------------|--|
| 金融機関 | |
| 中央銀行 | 日本銀行 |
| 預金取扱機関 | |
| 銀行等 | |
| 国内銀行 | 国内銀行、持株会社 |
| 在日外銀 | |
| 農林水産金融機関 | 農林中央金庫、信用農業協同組合連合会、農業協同組合、信用漁業協同組合連合会、漁業協同組合 |
| 中小企業金融機関等 | 信金中央金庫、信用金庫、商工組合中央金庫、全国信用協同組合連合会、信用組合、労働金庫連合会、労働金庫 |
| 郵便貯金 | |
| 合同運用信託 | |
| 保険 | |
| 年金基金 | |
| 保険 | |
| 生命保険 | < 下記のほか > 簡易生命保険特別会計 |
| うち民間生命保険会社 | 民間生命保険会社 |
| 非生命保険 | < 下記のほか > 国の特別会計の一部、信用保険機構等 |
| うち民間損害保険会社 | 民間損害保険会社 |
| 共済保険 | 全国共済農業協同組合連合会、共済農業協同組合連合会、全国共済水産協同組合連合会、共済水産業協同組合連合会、全国労働者共済生活協同組合連合会、労働者共済生活協同組合連合会 |
| 年金基金 | |
| 企業年金 | 厚生年金基金、連絡退職年金 |
| その他年金 | 特殊法人等 |
| その他金融仲介機関 | |
| 証券投資信託 | 投資信託委託会社 |
| 公社債投信 | |
| うちMMF・MRF | |
| 株式投信 | |
| ノンバンク | |
| ファイナンス会社 | 貸金業者(建設・不動産を除く)、証券金融会社、整理回収機構等 |
| 特別目的会社・信託 | |
| 公的金融機関 | |
| 財政融資資金 | |
| 政府系金融機関 | 財政融資資金以外の融資特別会計、政府金融機関、金融仲介を主要業務とする他の特殊法人 |
| ディーラー・ブローカー | < 下記のほか > 短資会社 |
| うち証券会社 | 証券会社、持株会社 |
| 単独運用信託 | |
| 非仲介型金融機関 | 金融商品の保証を行う機関、証券取引所、手形交換所、外為ブローカー |
| 非金融法人企業 | |
| 民間非金融法人企業 | 営利社団法人、医療法人等 |
| 公的非金融法人企業 | 公団・事業団等特殊法人の一部、中央政府の企業特別会計、地方公社、地方公営企業 |
| 一般政府 | |
| 中央政府 | 中央政府の一般会計・他に含まれない特別会計、公団・事業団等特殊法人・認可法人の一部 |
| 地方公共団体 | 地方公共団体の普通会計および事業会計、地方公共団体の組合、財政区、地方開発事業団 |
| 社会保障基金 | < 下記のほか > 国の特別会計の一部、健康保険組合、基金等 |
| うち公的年金 | 国の特別会計の一部、共済組合等の長期経理、農業者年金基金 |
| 家計 | |
| 対家計民間非営利団体 | |
| 海外 | |
| (上記の部門を合算したもの) | |
| 国内非金融部門 | 非金融法人企業、一般政府、家計、対家計民間非営利団体の合計 |
| 年金計 | 金融機関の年金基金、社会保障基金の「うち公的年金」の合計 |

(備考) 日本銀行 [平成 14 年] 「資金循環統計の FAQ」 から作成。

図表 1 - 18 資金循環統計の取引項目一覧

| 取引項目名 | 主な金融商品 |
|-----------|---|
| 現金・預金 | |
| 現金 | 日本銀行券、貨幣 |
| 日銀預け金 | |
| 政府預金 | 当座預金、別口預金、指定預金、小額紙幣引換準備預金 |
| 流動性預金 | 当座預金、普通預金、貯蓄預金、通知預金、別段預金、納税準備預金 |
| 定期性預金 | 定期預金、定期積金、据置貯金、郵便貯金 |
| 譲渡性預金 | |
| 外貨預金 | 外貨建当座預金、外貨建普通預金、外貨建通知預金、外貨建別段預金、外貨建定期預金、外貨準備のうち外貨建預金 |
| 財政融資資金預託金 | |
| 貸出 | |
| 日銀貸出金 | |
| コール | 無担保コール、有担保コール、円建コール、外貨建コール |
| 買入手形・売渡手形 | |
| 民間金融機関貸出 | |
| 住宅貸付 | |
| 消費者信用 | 消費者金融、消費者向け販売信用、教育ローン |
| 企業・政府等向け | |
| 公的金融機関貸出金 | |
| うち住宅貸付 | |
| 非金融部門貸出金 | |
| 割賦債権 | 延払信用、所有権移転ファイナンスリース |
| 現金・債券貸借取引 | 債券現先取引、現金担保付債券貸借取引 |
| 株式以外の証券 | |
| 政府短期証券 | |
| 国債・財融債 | 超長期国債、長期利付国債、中期割引国債、中期利付国債、割引短期国債、承継国債、財融債 |
| 地方債 | 公募地方債、非公募地方債 |
| 政府関係機関債 | 公団債、公庫債、事業団債、財投機関債 |
| 金融債 | 利付金融債、割引金融債 |
| 事業債 | 国内普通社債、国内転換社債、国内新株引受権付社債 |
| 居住者発行外債 | |
| CP | |
| 投資信託受益証券 | 公社債投信、株式投信(公募、私募債)、不動産投信 |
| 信託受益権 | 金銭の信託に係る信託受益権 |
| 債権流動化関連商品 | AB国内社債、ABサムライ債、ABCP、金銭債権信託の受益権、特定債権の小口債権 |
| 抵当証券 | |
| 株式・出資金 | (下記のほか)株式会社の株式、特殊法人等の出資金、日本銀行出資証券 |
| うち株式 | 証券取引所上場株式、店頭登録株式 |
| 金融派生商品 | |
| フォワード系 | FRA、金利スワップ、通貨スワップ、為替予約 |
| オプション系 | 店頭債券・金利オプション、店頭通貨オプション、国債先物オプション、日本円短期金利先物オプション、東証株価指数オプション、日経平均株価オプション |
| 保険・年金準備金 | |
| 保険準備金 | 積立型生命保険、積立型損害保険 |
| 年金準備金 | 企業年金、個人年金 |
| 預け金 | 証拠金、入居保証料、ゴルフ場預託金、従業員預り金 |
| 企業間・貿易信用 | 売掛金・買掛金、受取手形・支払手形 |
| 未収・未払金 | 未収収益・未払費用、前払費用・前受収益、未収金・未払金、前払金・前受金 |
| 対外直接投資 | 海外企業に対する株式資本(支配目的) |
| 対外証券投資 | 非居住者発行株式、非居住者発行債券 |
| その他対外債権債務 | |
| うち金 SDR等 | 貨幣用金、SDR、IMFリザーブポジション |
| その他 | |
| 資金過不足 | (金融取引表) |
| 金融資産・負債差額 | (金融資産・負債残高表) |
| 調整差額 | (調整表) |
| 合計 | |

(備考) 日本銀行 [平成 14 年] 「資金循環統計の FAQ」 から作成。

1.3.2 国債の取引主体別保有状況

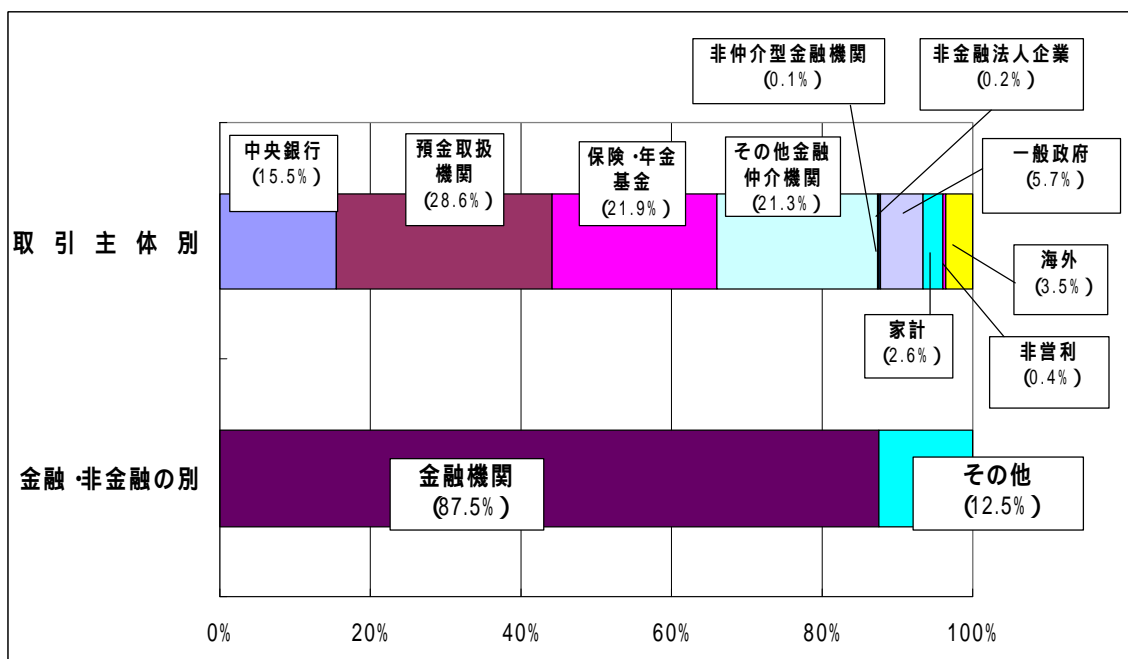
資金循環統計の取引主体は、大きく、金融機関、非金融法人企業、一般政府、家計、対家計民間非営利団体、海外、の6つに分類されているが、金融機関の国債の保有比率が高いため、以下では、金融機関については、中央銀行、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関、非仲介型金融機関、の5つに区分し、合計10部門に分類して説明することとする。

国債の取引主体別の保有状況（平成13年度末現在）については、図表1-19のとおりであり、金融機関の比率が圧倒的に高く、87.5%もの高い比率を占めている。

金融機関については、預金取扱機関(28.6%)、保険・年金基金(21.9%)、その他金融仲介機関(21.3%)、中央銀行(15.5%)、非仲介型金融機関(0.1%)、の順に高い比率になっている。

金融機関以外については、一般政府(5.7%)、海外(3.5%)、家計(2.6%)、対家計民間非営利団体(0.4%)、非金融法人企業(0.2%)、の順に高い比率になっている。

図表1-19 国債の取引主体別保有状況の構成比（平成13年度末現在）



- (備考) 1 日本銀行「資金循環統計」から作成。
 2 各計数ごとに四捨五入したため、合計が100%にならない場合がある。

図表 1 - 20 は、国債について取引主体別残高の構成比の推移(平成元年度 - 平成 13 年度)をグラフ化したもので、図表 1 - 21 は国債の保有残高の実額と構成比を示している。

図表 1 - 20 について、平成元年度と平成 13 年度とを比較して、構成比が低下している主な取引主体は、「その他金融仲介機関」、「預金取扱機関」である。

平成元年度当時最も割合の高かった「その他金融仲介機関」については、平成元年度と平成 13 年度とを比較すると、(39.3% 21.3%)と 18.0 ポイントと大幅に減少(中心となる財政融資資金は約 16 ポイント減少)している。

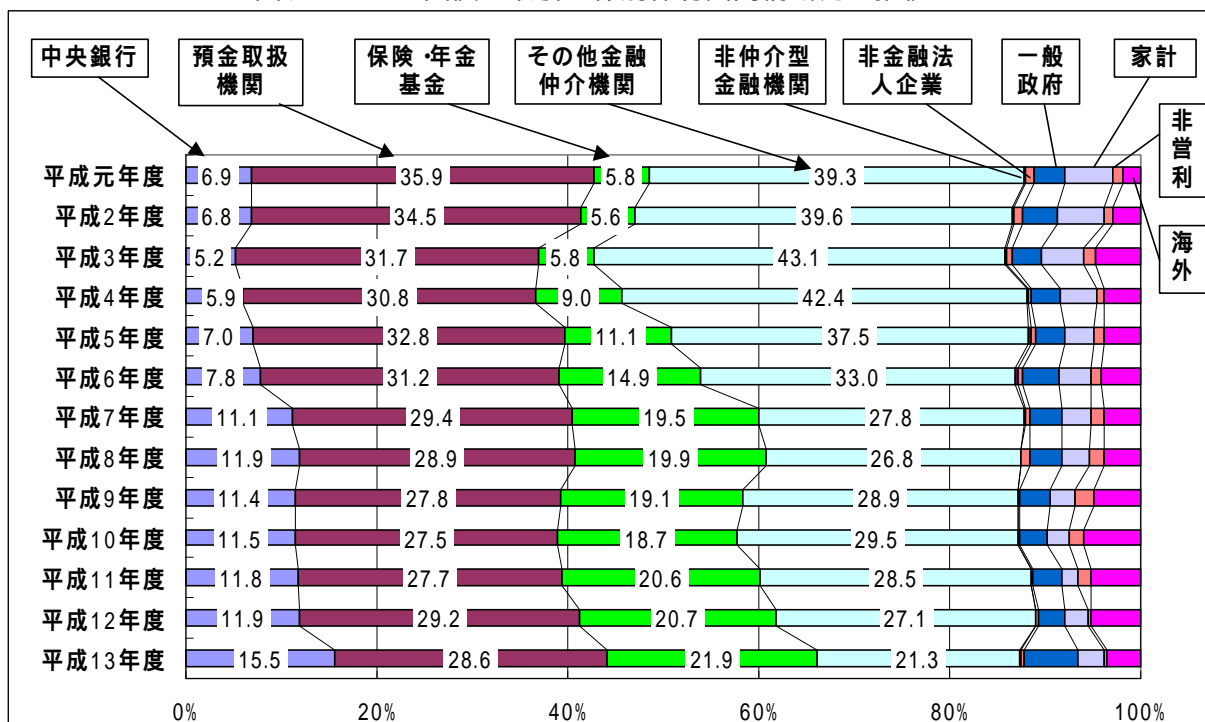
「預金取扱機関」の割合も、同様に、(35.9% 28.6%)と 7.3 ポイント減少(中心となる国内銀行は約 12 ポイント減少)している。

逆に、平成元年度と平成 13 年度とを比較して、構成比が増加している主な取引主体は、「保険・年金基金」、「中央銀行」である。

大きく増加しているのは、長期資金の運用を行っている「保険・年金基金」で、平成元年度と平成 13 年度とを比較すると、(5.8% 21.9%)と、16.1 ポイントと大幅に増加(中心となる生命保険は約 12 ポイント増加)している。

同様に、国債の買い切りオペ等を行っている「中央銀行」についても、(6.9% 15.5%)と、8.6 ポイント増加している。

図表 1 - 20 国債の取引主体別保有残高構成比の推移



(備考) 日本銀行「資金循環統計」から作成。

図表 1 - 21 国債の取引主体別資産残高の推移

(単位：億円)

| | 年度末 | 平成元年度 | 平成2年度 | 平成3年度 | 平成4年度 | 平成5年度 | 平成6年度 | |
|------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------|
| 金融機関 | 1,312,149 (88.0%) | 1,357,833 (86.7%) | 1,465,646 (86.0%) | 1,640,115 (88.2%) | 1,804,352 (88.5%) | 1,911,079 (87.2%) | | |
| 中央銀行 | 102,570 (6.9%) | 106,728 (6.8%) | 88,929 (5.2%) | 109,581 (5.9%) | 141,763 (7.0%) | 171,473 (7.8%) | | |
| 預金取扱機関 | 534,799 (35.9%) | 540,863 (34.5%) | 540,918 (31.7%) | 572,371 (30.8%) | 667,675 (32.8%) | 684,431 (31.2%) | | |
| 保険・年金基金 | 85853 (5.8%) | 87,858 (5.6%) | 98,111 (5.8%) | 166,749 (9.0%) | 225,462 (11.1%) | 326,812 (14.9%) | | |
| その他金融仲介機関 | 586,450 (39.3%) | 619,848 (39.6%) | 733,837 (43.1%) | 787,966 (42.4%) | 764,992 (37.5%) | 723,085 (33.0%) | | |
| 非仲介型金融機関 | 2,477 (0.2%) | 2,536 (0.2%) | 3,851 (0.2%) | 3,448 (0.2%) | 4,460 (0.2%) | 5,278 (0.2%) | | |
| 国内非金融部門 | 151,107 (10.1%) | 163,139 (10.4%) | 157,341 (9.2%) | 147,038 (7.9%) | 155,263 (7.6%) | 191,462 (8.7%) | | |
| 非金融法人企業 | 12,717 (0.9%) | 13,590 (0.9%) | 10,715 (0.6%) | 6,935 (0.4%) | 8,755 (0.4%) | 9,247 (0.4%) | | |
| 一般政府 | 49,059 (3.3%) | 58,254 (3.7%) | 49,980 (2.9%) | 57,193 (3.1%) | 62,350 (3.1%) | 83,984 (3.8%) | | |
| 家計 | 74,504 (5.0%) | 76,143 (4.9%) | 76,384 (4.5%) | 69,385 (3.7%) | 63,234 (3.1%) | 73,179 (3.3%) | | |
| 対家計民間非営利団体 | 14,827 (1.0%) | 15,152 (1.0%) | 20,262 (1.2%) | 13,525 (0.7%) | 20,924 (1.0%) | 25,052 (1.1%) | | |
| 海外 | 27,926 (1.9%) | 44,521 (2.8%) | 81,029 (4.8%) | 71,880 (3.9%) | 78,551 (3.9%) | 89,719 (4.1%) | | |
| 合計 | 1,491,182 (100.0%) | 1,565,493 (100.0%) | 1,704,016 (100.0%) | 1,859,033 (100.0%) | 2,038,166 (100.0%) | 2,192,260 (100.0%) | | |
| | 年度末 | 平成7年度 | 平成8年度 | 平成9年度 | 平成10年度 | 平成11年度 | 平成12年度 | 平成13年度 |
| 金融機関 | 2,143,875 (88.0%) | 2,371,281 (87.5%) | 2,600,475 (87.2%) | 2,937,244 (87.2%) | 3,243,864 (88.6%) | 3,639,623 (89.0%) | 4,105,096 (87.5%) | |
| 中央銀行 | 269,904 (11.1%) | 321,611 (11.9%) | 339,901 (11.4%) | 385,892 (11.5%) | 431,972 (11.8%) | 487,864 (11.9%) | 728,387 (15.5%) | |
| 預金取扱機関 | 717,124 (29.4%) | 782,745 (28.9%) | 830,016 (27.8%) | 926,423 (27.5%) | 1,012,830 (27.7%) | 1,194,881 (29.2%) | 1,343,284 (28.6%) | |
| 保険・年金基金 | 475,386 (19.5%) | 540,335 (19.9%) | 568,521 (19.1%) | 631,121 (18.7%) | 755,415 (20.6%) | 846,531 (20.7%) | 1,026,821 (21.9%) | |
| その他金融仲介機関 | 677,689 (27.8%) | 725,786 (26.8%) | 861,357 (28.9%) | 992,717 (29.5%) | 1,041,712 (28.5%) | 1,106,041 (27.1%) | 1,001,117 (21.3%) | |
| 非仲介型金融機関 | 3,772 (0.2%) | 804 (0.0%) | 680 (0.0%) | 1,091 (0.0%) | 1,935 (0.1%) | 4,306 (0.1%) | 5,487 (0.1%) | |
| 国内非金融部門 | 200,986 (8.2%) | 235,818 (8.7%) | 237,020 (7.9%) | 230,972 (6.9%) | 229,041 (6.3%) | 234,859 (5.7%) | 422,636 (9.0%) | |
| 非金融法人企業 | 9,053 (0.4%) | 23,533 (0.9%) | 4,034 (0.1%) | 3,447 (0.1%) | 4,152 (0.1%) | 10,998 (0.3%) | 11,457 (0.2%) | |
| 一般政府 | 83,671 (3.4%) | 89,281 (3.3%) | 93,595 (3.1%) | 102,389 (3.0%) | 109,311 (3.0%) | 112,495 (2.8%) | 269,262 (5.7%) | |
| 家計 | 73,095 (3.0%) | 78,029 (2.9%) | 81,234 (2.7%) | 72,829 (2.2%) | 66,294 (1.8%) | 101,398 (2.5%) | 123,808 (2.6%) | |
| 対家計民間非営利団体 | 35,167 (1.4%) | 44,975 (1.7%) | 58,157 (2.0%) | 52,307 (1.6%) | 49,284 (1.3%) | 9,968 (0.2%) | 18,109 (0.4%) | |
| 海外 | 91,882 (3.8%) | 101,632 (3.8%) | 144,510 (4.8%) | 201,597 (6.0%) | 188,575 (5.2%) | 212,903 (5.2%) | 164,529 (3.5%) | |
| 合計 | 2,436,743 (100.0%) | 2,708,731 (100.0%) | 2,982,005 (100.0%) | 3,369,813 (100.0%) | 3,661,480 (100.0%) | 4,087,385 (100.0%) | 4,692,261 (100.0%) | |

(備考) 1 日本銀行「資金循環統計」から作成。

2 各計数ごとに四捨五入したため、合計が100%にならない場合がある。

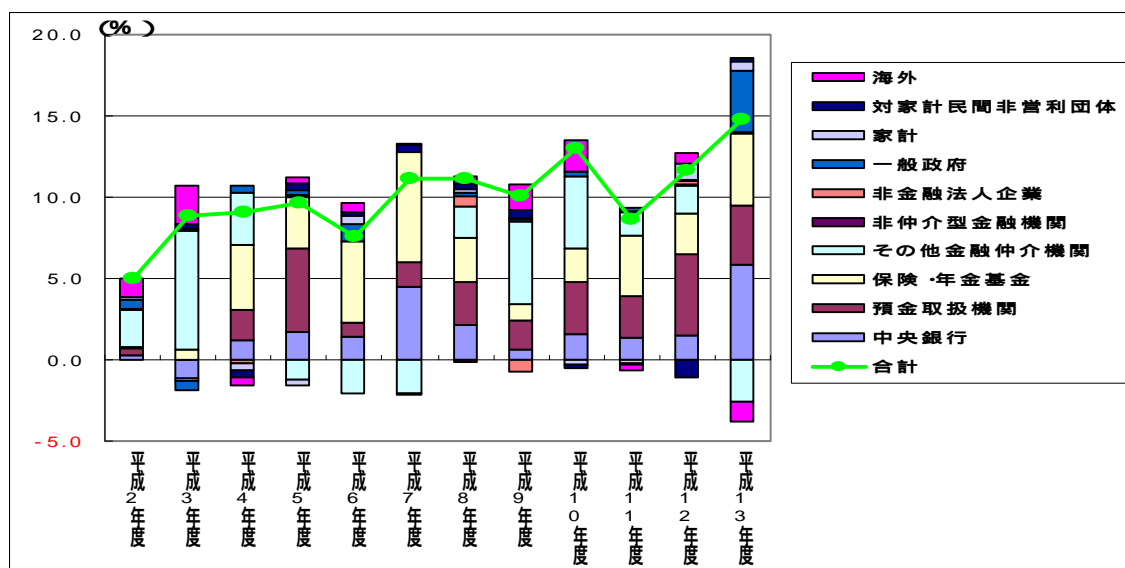
1.3.3 国債の取引主体別保有残高の増加率に関する寄与度

1.3.2では、国債の取引主体別保有構成比の推移を見たが、ここでは、各取引主体の国債保有残高に関する実額自体の増減をみるため、毎年の国債保有残高の前年度増加率について、各取引主体の寄与度をみた（図表1-22参照）。

時系列的に、国債保有の構成比が低下している、「預金取扱機関」と「その他金融仲介機関」だが、国債保有の絶対額は大きく、保有額は増加傾向にあるため、毎年の国債保有の増加率に関する寄与度でみると、依然として、高いものになっている。

構成比が増加している、「保険・年金基金」及び「中央銀行」を含め、国債の増加は、これら、「保険・年金基金」、「預金取扱機関」、「その他金融仲介機関」及び「中央銀行」の4つの取引主体の保有増により対応されていることが分かる。

図表1-22 国債の取引主体別保有残高の前年度増加率に関する寄与度



| 取引主体 | 平成2年度 | 平成3年度 | 平成4年度 | 平成5年度 | 平成6年度 | 平成7年度 | 平成8年度 | 平成9年度 | 平成10年度 | 平成11年度 | 平成12年度 | 平成13年度 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 中央銀行 | 0.3 | -1.1 | 1.2 | 1.7 | 1.5 | 4.5 | 2.1 | 0.7 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 5.9 |
| 預金取扱機関 | 0.4 | 0.0 | 1.8 | 5.1 | 0.8 | 1.5 | 2.69 | 1.7 | 3.2 | 2.6 | 5.0 | 3.6 |
| 保険・年金基金 | 0.1 | 0.7 | 4.0 | 3.2 | 5.0 | 6.8 | 2.67 | 1.0 | 2.1 | 3.7 | 2.5 | 4.4 |
| その他金融仲介機関 | 2.2 | 7.3 | 3.2 | -1.2 | -2.1 | -2.1 | 2.0 | 5.0 | 4.4 | 1.5 | 1.8 | -2.6 |
| 非仲介型金融機関 | 0.0 | 0.1 | -0.0 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| 非金融法人企業 | 0.1 | -0.2 | -0.2 | 0.1 | 0.0 | -0.0 | 0.6 | -0.7 | -0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.0 |
| 一般政府 | 0.6 | -0.5 | 0.4 | 0.3 | 1.1 | -0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 3.8 |
| 家計 | 0.1 | 0.0 | -0.4 | -0.3 | 0.5 | -0.0 | 0.2 | 0.1 | -0.3 | -0.2 | 1.0 | 0.5 |
| 対家計民間非営利団体 | 0.0 | 0.3 | -0.4 | 0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | -0.2 | -0.1 | -1.1 | 0.2 |
| 海外 | 1.1 | 2.3 | -0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | 0.4 | 1.6 | 1.9 | -0.4 | 0.7 | -1.2 |
| 合計 | 5.0 | 8.8 | 9.1 | 9.6 | 7.6 | 11.2 | 11.2 | 10.1 | 13.0 | 8.7 | 11.6 | 14.8 |

- (備考) 1 日本銀行「資金循環統計」から作成。
 2 マルで囲んだ数字は、各年度で最も高い寄与度。
 3 各計数ごとに四捨五入しているため、合計において符号しない場合がある。

1.3.4 主要取引主体別の国債の保有状況

ここでは、平成 13 年度末において、公的部門で国債の保有残高の大きい、中央銀行(72.8兆円)及び 財政融資資金(70.9兆円)、民間部門で国債の保有残高の大きい、国内銀行(47.2兆円)及び 民間生命保険会社(30.2兆円)の4つの金融部門のほか、民間非金融法人企業(0.9兆円)及び 家計(12.4兆円)の2つの非金融部門、以上6つの部門それぞれについて、全保有金融資産に占める国債保有比率等の推移をみる(図表1-23~1-28参照)。

ここでは、全金融資産を資金循環統計の取引項目について、次のように統合している。

- ① 現金・預金等：現金・預金、財政融資資金預託金
- ② 貸出：貸出
- ③ 国債：国債
- ④ 国債以外の有価証券：株式以外の証券(国債を除く。)、株式・出資金
- ⑤ その他：金融派生商品、保険・年金準備金、預け金、企業間・貿易信用、未収・未払金、対外直接投資、その他対外債権債務、その他

* 以下に示す図表では、国債の保有比率の推移を明瞭にみるため、「その他」を除くと共に、金融部門(中央銀行、財政融資資金、国内銀行、民間生命保険会社)については保有比率の低い「現金・預金等」を、非金融部門(民間非金融法人企業及び家計)については保有比率の低い「貸出」を、それぞれ除いている。

中央銀行：国債保有比率は平成3年度から平成8年度まで増加した後、平成9年度に低下したが、平成10-13年度については平成9年度よりもやや上昇している(平成13年度は、平成12年度と比較して約10ポイントの増加：国債の買い切りオペの影響とみられる。)

国債以外の有価証券(ほとんどは政府短期証券)は平成9年度以降急激に低下し、平成12年度はわずか0.6%となったが、平成13年度は急上昇している。貸出は平成10年度から平成11・12年度にかけて急激に増加した後、平成13年度は低下している。

いずれにせよ、中央銀行は、国債、政府短期証券、貸出等により金融政策を機動的に実施しているため、国債等の保有比率の乱高下は激しいものになっている。

財政融資資金：国債保有比率は平成3年度から平成7年度までゆるやかに低下した後、平成8-10年度にかけて上昇し、平成11-13年度はやや低下している。

国債以外の有価証券は、平成8年度以降低下している。

貸出は平成3年度から平成13年度まで、おおむね70%台で推移しているが、平成11-13年度はやや上昇している。

財政融資資金については、資金の原資、景気対策としての貸出の要請等により、国債の保有主体としての地位は近年やや低下しているものとみられる。

国内銀行：国債の保有比率は全般的にはやや横ばいだが、平成9年度以降、上昇基調である（平成13年度はやや低下）。

国債以外の有価証券は、平成3年度から平成13年度まで、おおむね10%台で推移しているが、平成12・13年度は比率をやや低下させている。

貸出は、平成8年度までは横ばいあるいはやや上昇しているが、平成9年度からはおおむね低下している（平成13年度はやや上昇）。

国内銀行については、近年貸出の比率を低下させる一方、代わって保有する金融資産全体に占める国債保有比率を上昇させているものと考えられる。

民間生命保険会社：国債の保有比率は平成4年度以降、一貫しておおむね上昇している。

国債以外の有価証券は平成10年度までおおむね低下しているが、平成11・12年度に上昇し、平成13年度はやや低下している。

貸出は平成3年度まで上昇した後、平成4-6年度はほぼ横ばいで、平成7年度以降はおおむね低下している。

民間生命保険会社についても、国内銀行と同様に、近年貸出の比率を低下させる一方、代わって保有する金融資産全体に占める国債保有比率を上昇させているものと考えられる。

民間非金融法人企業：国債保有比率は一貫して低水準（0.0-0.3%程度）のまま、ほぼ横ばいである。

国債以外の有価証券は、平成3年度以降、平成11年度に上昇したのを除き、20%-25%の範囲の中でほぼ横ばい状態にある。

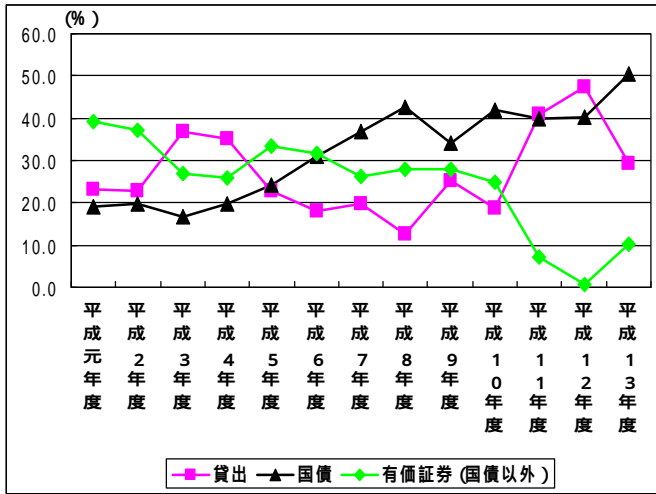
現金・預金等についても、おおむね20%-25%の範囲の中で推移している。

家計：国債保有比率は一貫して低水準（0.4-0.9%程度）のまま、ほぼ横ばいである。

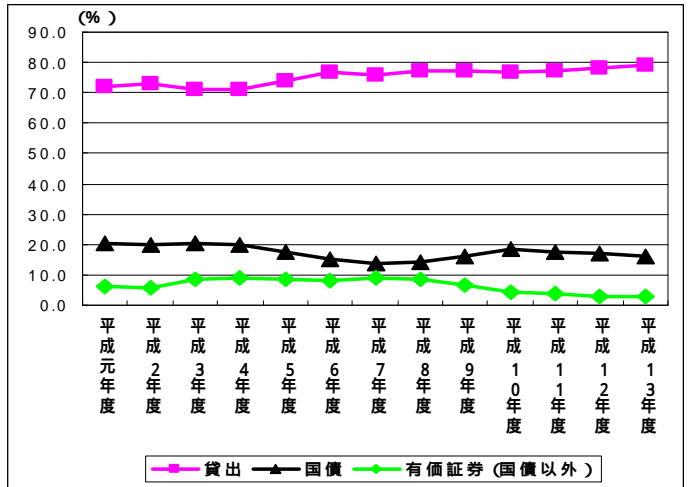
国債以外の有価証券は、平成2年度以降、おおむね低下している。

現金・預金等は、平成2年度以降、横ばい又はやや上昇し、平成8年度以降50%台前半で推移している。

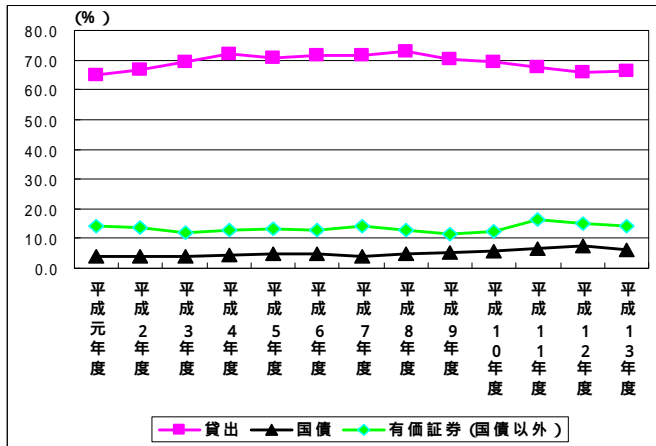
図表 1 - 23 中央銀行：国債等保有比率の推移



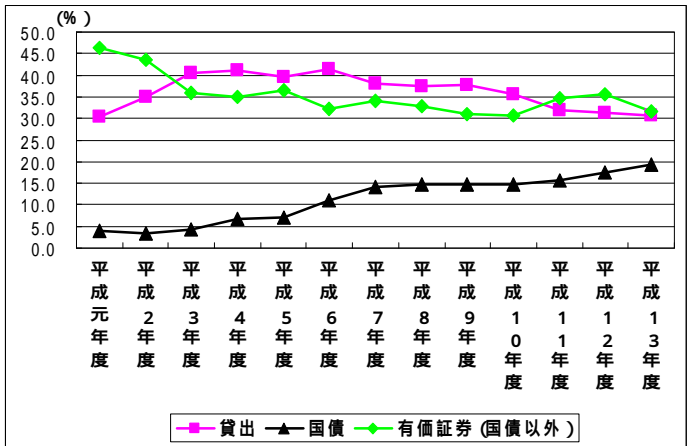
図表 1 - 24 財政融資資金：国債等保有比率の推移



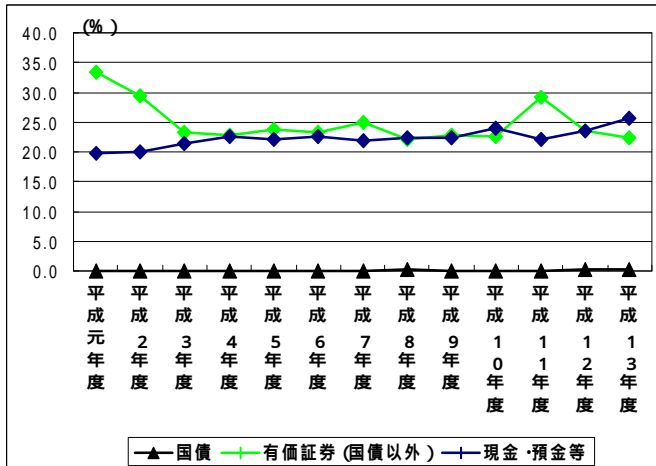
図表 1 - 25 国内銀行：国債等保有比率の推移



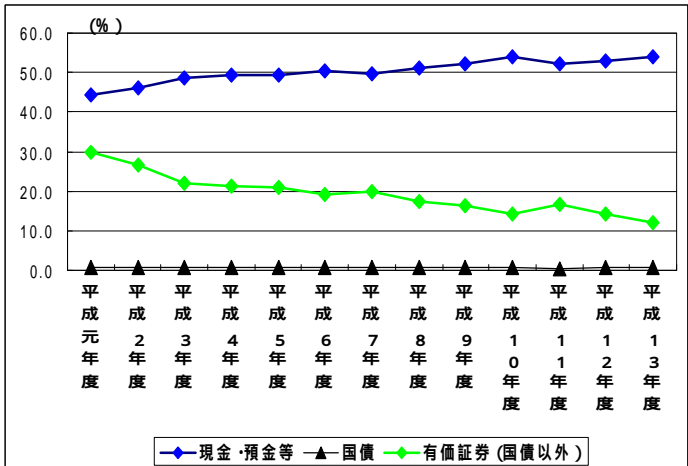
図表 1 - 26 民間生命保険会社：国債等保有比率の推移



図表 1 - 27 民間非金融法人企業：国債等保有比率の推移



図表 1 - 28 家計：国債等の保有比率の推移



(備考) 図表 1-23~図表 1-28 については、日本銀行「資金循環統計」から作成。

1.4 国債等公社債全体の売買状況

日本証券業協会公表の資料により、国債を含めた公社債全体の取引主体別売買状況の時系列的変化（平成3年度 - 平成13年度）をみる。

公表資料の取引主体については、「都市銀行」^{1.12}、「地方銀行」^{1.12}、「信託銀行」^{1.12}、「農林系金融機関」^{1.12}、「第二地銀」^{1.12}、「信用金庫」^{1.12}、「その他金融機関」^{1.12}、「生保・損保」^{1.12}、「投資信託」^{1.12}、「官公庁共済組合」^{1.12}、「事業法人」^{1.13}、「その他法人」^{1.13}、「外人」^{1.14}、「個人」^{1.15}、「その他」^{1.15}、「債券ディーラー」^{1.16}の16部門に分かれている。

なお、国債等債券の種類別に、取引主体別の売買状況に関する公表データは入手できないが、公社債全体の売買高に占める国債の比率が圧倒的に高いことに鑑み、公社債全体の売買状況をみて、国債の売買状況を推測することとする。

1.4.1 国債等公社債全体の取引主体別売買状況^{1.16}の推移

取引主体は、「都市銀行」^{1.17}、「地方銀行」^{1.17}、「信託銀行」^{1.17}、「農林系金融機関」^{1.17}、「生保・損保」^{1.17}、「投資信託」^{1.17}、「外人」^{1.17}、「債券ディーラー」^{1.17}の8部門^{1.17}と、残りを「その他」とした合計9部門（図表1 - 29参照）及び16部門（図表1 - 30参照）の取引主体別売買高の推移をみる。

平成3年度から平成13年度にかけて一貫して最も比率の高いのは、公社債の売買を専門に行っている「債券ディーラー」であるが、その比率は（69.8% 64.4%）と、5.4ポイント減少している。

次いで、「投資信託」が、（2.3% 0.7%）と、1.6ポイント減少している。

「農林系金融機関」も、（2.4% 1.3%）と1.1ポイント、「地方銀行」の比率も、（2.0% 1.7%）と0.3ポイント、「信託銀行」も（6.5% 6.4%）と0.1ポイント、それぞれ減少している。

逆に、平成3年度から平成13年度にかけて大きく増加しているのは、「都市銀行」で、（2.7% 7.0%）と、4.3ポイント増加している。

又、「外人」が（4.6% 5.8%）と1.2ポイント、生保・損保が（1.9% 3.0%）と1.1ポイント、それぞれ増加している。

1.12 「その他金融機関」は、商工組合中央金庫、信用組合、労働金庫、日本政策投資銀行、等である。

1.13 「その他法人」は、学校法人、宗教法人、公益法人、社会福祉法人、医療法人、等である。

1.14 「外人」は、外国政府、外国政府機関、外国銀行、等すべての非居住者である。

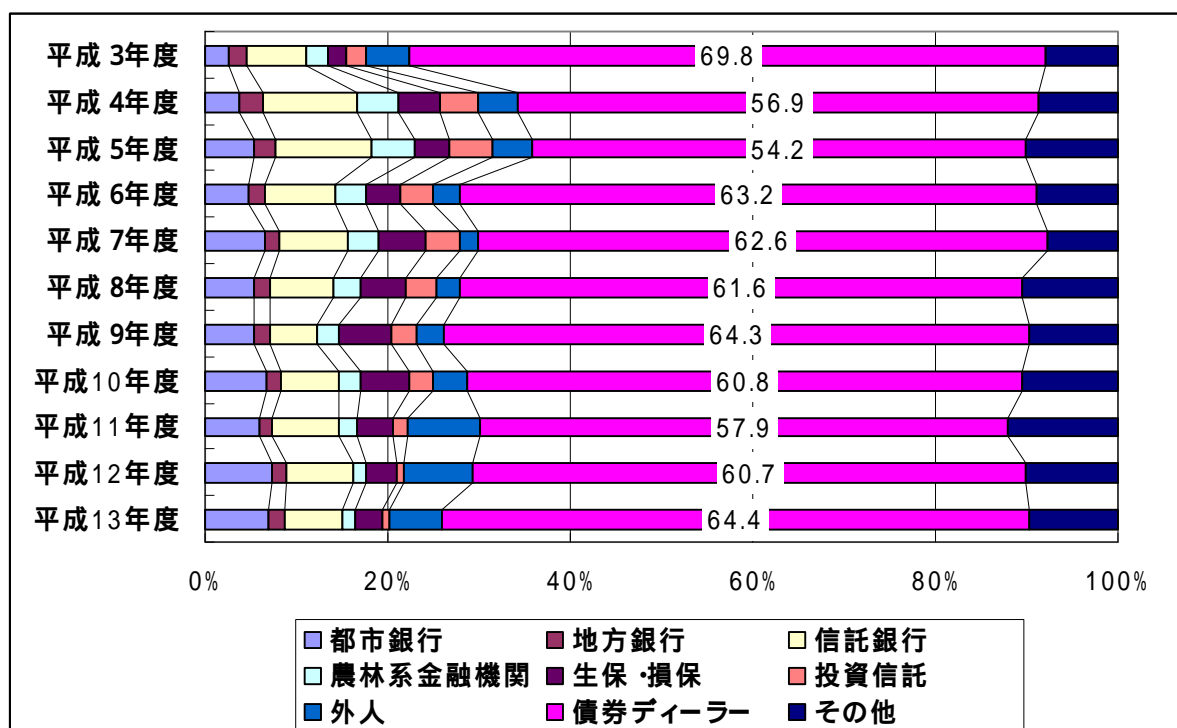
1.15 「その他」は、日本銀行、政府、地方公共団体、等である。

1.16 作成データは、「公社債買付額及び売付額」（現先売買を除く。）の合計から、短期の金融取引と考えられる「政府短期証券及び割引短期国債の買付額及び売付額」（現先売買を除く。）の合計額を控除することによって求められる。

1.17 掲出した8部門のうち、「都市銀行」^{1.17}、「地方銀行」^{1.17}、「農林系金融機関」^{1.17}、「生保・損保」^{1.17}、「投資信託」^{1.17}、「外人」^{1.17}は、日本証券業協会が「主要投資家」として掲げている取引主体、「信託銀行」はこれら以外の代表的な機関投資家、「債券ディーラー」は最大の取引主体である。

図表 1 - 29 公社債の取引主体別売買状況の推移

(単位：%)



| | 都市銀行 | 地方銀行 | 信託銀行 | 農林系金融機関 | 生保・損保 | 投資信託 | 外人 | 債券ディーラー | その他 |
|--------|------|------|------|---------|-------|------|-----|---------|------|
| 平成3年度 | 2.7 | 2.0 | 6.5 | 2.4 | 1.9 | 2.3 | 4.6 | 69.8 | 7.8 |
| 平成4年度 | 3.8 | 2.5 | 10.4 | 4.5 | 4.5 | 4.2 | 4.4 | 56.9 | 8.8 |
| 平成5年度 | 5.4 | 2.3 | 10.6 | 4.7 | 3.7 | 4.7 | 4.4 | 54.2 | 10.0 |
| 平成6年度 | 4.7 | 1.8 | 7.7 | 3.5 | 3.8 | 3.5 | 3.0 | 63.2 | 8.8 |
| 平成7年度 | 6.6 | 1.5 | 7.5 | 3.4 | 5.0 | 3.8 | 2.0 | 62.6 | 7.6 |
| 平成8年度 | 5.4 | 1.8 | 6.9 | 3.0 | 4.9 | 3.3 | 2.7 | 61.6 | 10.4 |
| 平成9年度 | 5.3 | 1.8 | 5.3 | 2.4 | 5.7 | 2.8 | 2.8 | 64.3 | 9.7 |
| 平成10年度 | 6.6 | 1.7 | 6.3 | 2.3 | 5.4 | 2.7 | 3.6 | 60.8 | 10.5 |
| 平成11年度 | 6.0 | 1.4 | 7.2 | 2.0 | 4.0 | 1.6 | 7.9 | 57.9 | 12.1 |
| 平成12年度 | 7.3 | 1.7 | 7.2 | 1.4 | 3.3 | 0.9 | 7.4 | 60.7 | 10.1 |
| 平成13年度 | 7.0 | 1.7 | 6.4 | 1.3 | 3.0 | 0.7 | 5.8 | 64.4 | 9.7 |

(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債投資家別売買高」から作成。

2 現先売買、割引短期国債、政府短期証券を除いた。

図表 1 - 30 公社債取引主体別売買高の推移の詳細表

(単位：億円、%)

| | 平成 3 年度 | 平成 4 年度 | 平成 5 年度 | 平成 6 年度 | 平成 7 年度 | |
|---------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 都市銀行 | 221,450 (2.7%) | 284,525 (3.8%) | 412,130 (5.4%) | 405,980 (4.7%) | 824,650 (6.6%) | |
| 地方銀行 | 163,121 (2.0%) | 185,458 (2.5%) | 175,101 (2.3%) | 156,424 (1.8%) | 192,500 (1.5%) | |
| 信託銀行 | 541,382 (6.5%) | 781,529 (10.4%) | 818,497 (10.6%) | 666,807 (7.7%) | 940,062 (7.5%) | |
| 農林系金融機関 | 198,014 (2.4%) | 337,662 (4.5%) | 360,950 (4.7%) | 301,550 (3.5%) | 420,238 (3.4%) | |
| 第二地銀 | 58,449 (0.7%) | 57,294 (0.8%) | 44,779 (0.6%) | 48,140 (0.6%) | 59,944 (0.5%) | |
| 信用金庫 | 64,247 (0.8%) | 114,635 (1.5%) | 112,190 (1.5%) | 94,715 (1.1%) | 122,879 (1.0%) | |
| その他金融機関 | 116,881 (1.4%) | 68,821 (0.9%) | 76,981 (1.0%) | 79,982 (0.9%) | 114,937 (0.9%) | |
| 生保・損保 | 162,218 (1.9%) | 335,774 (4.5%) | 284,776 (3.7%) | 330,786 (3.8%) | 627,266 (5.0%) | |
| 投資信託 | 194,175 (2.3%) | 316,943 (4.2%) | 363,993 (4.7%) | 300,000 (3.5%) | 469,955 (3.8%) | |
| 官公庁共済組合 | 47,232 (0.6%) | 57,731 (0.8%) | 51,984 (0.7%) | 66,273 (0.8%) | 82,814 (0.7%) | |
| 事業法人 | 69,544 (0.8%) | 71,368 (1.0%) | 68,702 (0.9%) | 64,824 (0.7%) | 50,240 (0.4%) | |
| その他法人 | 43,716 (0.5%) | 61,026 (0.8%) | 86,236 (1.1%) | 43,934 (0.5%) | 47,921 (0.4%) | |
| 外人 | 386,462 (4.6%) | 327,978 (4.4%) | 336,851 (4.4%) | 262,285 (3.0%) | 246,448 (2.0%) | |
| 個人 | 71,504 (0.9%) | 31,984 (0.4%) | 29,101 (0.4%) | 31,313 (0.4%) | 34,279 (0.3%) | |
| その他 | 182,981 (2.2%) | 193,938 (2.6%) | 298,968 (3.9%) | 335,096 (3.9%) | 439,438 (3.5%) | |
| 債券ディーラー | 5,834,161 (69.8%) | 4,264,106 (56.9%) | 4,164,397 (54.2%) | 5,483,975 (63.2%) | 7,807,453 (62.6%) | |
| 合計金額 | 8,355,537 (100.0%) | 7,490,772 (100.0%) | 7,685,636 (100.0%) | 8,672,084 (100.0%) | 12,481,024 (100.0%) | |
| | 平成 8 年度 | 平成 9 年度 | 平成 10 年度 | 平成 11 年度 | 平成 12 年度 | 平成 13 年度 |
| 都市銀行 | 643,308 (5.4%) | 674,558 (5.3%) | 767,553 (6.6%) | 705,768 (6.0%) | 992,051 (7.3%) | 1,073,810 (7.0%) |
| 地方銀行 | 214,108 (1.8%) | 231,293 (1.8%) | 198,359 (1.7%) | 169,966 (1.4%) | 228,940 (1.7%) | 255,285 (1.7%) |
| 信託銀行 | 821,192 (6.9%) | 679,277 (5.3%) | 728,891 (6.3%) | 848,891 (7.2%) | 982,645 (7.2%) | 984,129 (6.4%) |
| 農林系金融機関 | 360,017 (3.0%) | 302,976 (2.4%) | 265,633 (2.3%) | 230,429 (2.0%) | 189,394 (1.4%) | 204,750 (1.3%) |
| 第二地銀 | 60,806 (0.5%) | 62,569 (0.5%) | 63,442 (0.5%) | 55,309 (0.5%) | 46,574 (0.3%) | 77,333 (0.5%) |
| 信用金庫 | 125,648 (1.1%) | 137,744 (1.1%) | 119,946 (1.0%) | 128,113 (1.1%) | 158,275 (1.2%) | 202,317 (1.3%) |
| その他金融機関 | 134,218 (1.1%) | 150,833 (1.2%) | 182,229 (1.6%) | 258,275 (2.2%) | 209,993 (1.5%) | 246,438 (1.6%) |
| 生保・損保 | 586,363 (4.9%) | 736,190 (5.7%) | 620,807 (5.4%) | 468,417 (4.0%) | 443,860 (3.3%) | 451,400 (3.0%) |
| 投資信託 | 387,536 (3.3%) | 353,374 (2.8%) | 311,642 (2.7%) | 190,460 (1.6%) | 127,293 (0.9%) | 111,824 (0.7%) |
| 官公庁共済組合 | 123,239 (1.0%) | 116,184 (0.9%) | 114,796 (1.0%) | 80,493 (0.7%) | 49,275 (0.4%) | 29,895 (0.2%) |
| 事業法人 | 41,150 (0.3%) | 34,729 (0.3%) | 30,502 (0.3%) | 28,511 (0.2%) | 23,357 (0.2%) | 27,674 (0.2%) |
| その他法人 | 61,713 (0.5%) | 39,870 (0.3%) | 34,254 (0.3%) | 38,809 (0.3%) | 46,676 (0.3%) | 51,944 (0.3%) |
| 外人 | 320,570 (2.7%) | 364,909 (2.8%) | 417,088 (3.6%) | 928,638 (7.9%) | 1,004,629 (7.4%) | 885,103 (5.8%) |
| 個人 | 35,933 (0.3%) | 31,445 (0.2%) | 20,702 (0.2%) | 18,855 (0.2%) | 31,934 (0.2%) | 29,764 (0.2%) |
| その他 | 659,149 (5.5%) | 666,709 (5.2%) | 649,676 (5.6%) | 822,476 (7.0%) | 800,508 (5.9%) | 813,917 (5.3%) |
| 債券ディーラー | 7,329,518 (61.6%) | 8,247,802 (64.3%) | 7,031,124 (60.8%) | 6,831,608 (57.9%) | 8,233,653 (60.7%) | 9,832,337 (64.4%) |
| 合計金額 | 11,904,468 (100.0%) | 12,830,462 (100.0%) | 11,556,644 (100.0%) | 11,805,018 (100.0%) | 13,569,057 (100.0%) | 15,277,920 (100.0%) |

(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債投資家別売買高」から作成。

2 現先売買、割引短期国債、政府短期証券を除いた。

1.4.2 主要取引主体別売買状況

ここでは、1.4.1 で取り上げた9部門のうち、「その他」を除いた、合計8つの取引主体について売買状況を見る（図表1-31～1-38参照）。

平成3年度から平成13年度までのおよその傾向は、「都市銀行」と「債券ディーラー」が売り手で、「信託銀行」、「農林系金融機関」、「生保・損保」、「投資信託」、「外人」が買い手であり、「地方銀行」が平成8年度まで売り手・平成9年度以降は買い手（平成10年度を除く。）となっている。

都市銀行：売買額合計はおおむね増加基調。平成11年度までは一貫して売り越しているが、平成12年度は一転して買い越し、平成13年度は売り越し。

地方銀行：売買額合計は15兆円から30兆円の範囲内で増減。平成8年度まで売り越しだが、平成9年度は買い越し、平成10年度は売り越し、平成11年度以降買い越し。

信託銀行：平成4年度から平成9年度まで売買額合計は40兆円から100兆円の範囲で増減しているが、平成10年度以降増加。一貫して買い越し。

農林系金融機関：売買額合計は平成7年度をピークに、以後低下。一貫して買い越し。

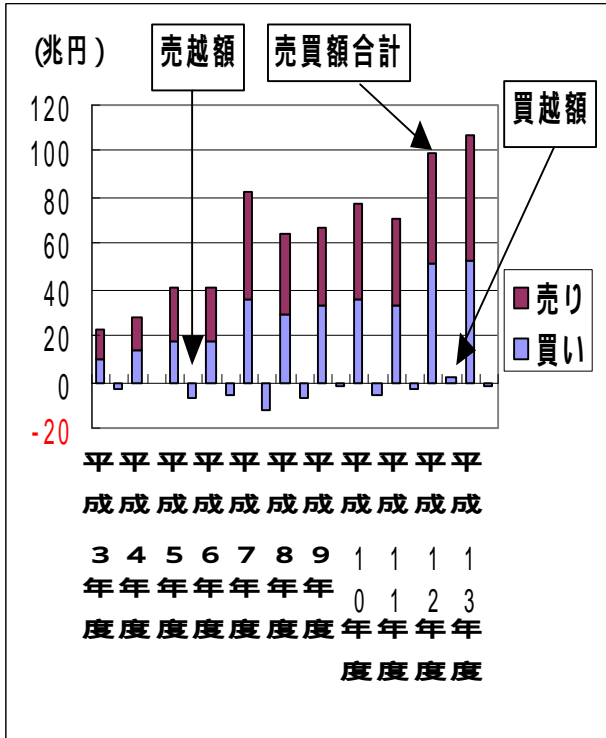
生保・損保：売買額合計は平成9年度をピークに、以後低下。一貫して買い越し。

投資信託：売買額合計は平成7年度をピークに、以後おおむね低下。一貫して買い越し。

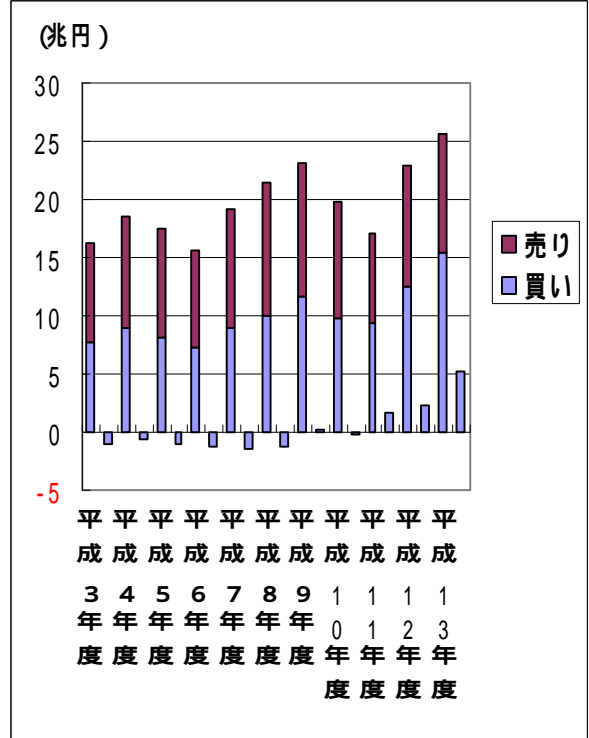
外人：売買額合計は平成7年度まで減少し、平成8年度以降はおおむね増加。平成11年度及び平成13年度は売り越し、他の年度は買い越し。

債券ディーラー：平成7年度以降、売買額合計は600兆円-1,000兆円の範囲で増減。一貫して、売り越し。

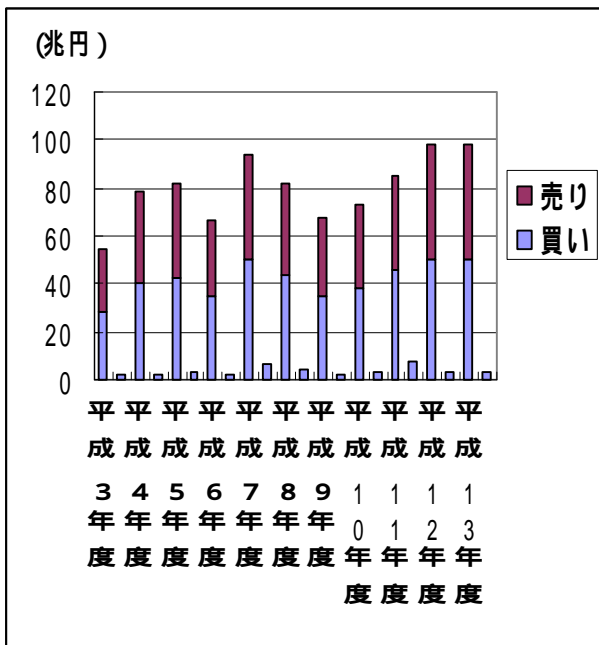
図表 1 - 31 都市銀行の売買状況



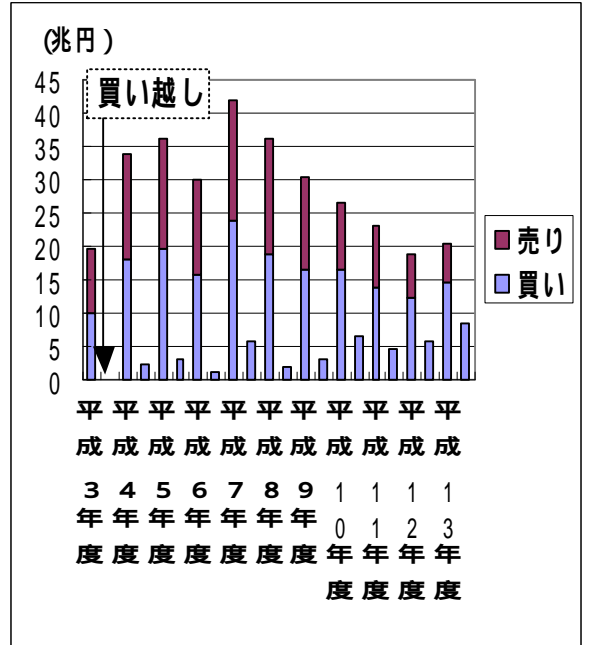
図表 1 - 32 地方銀行の売買状況



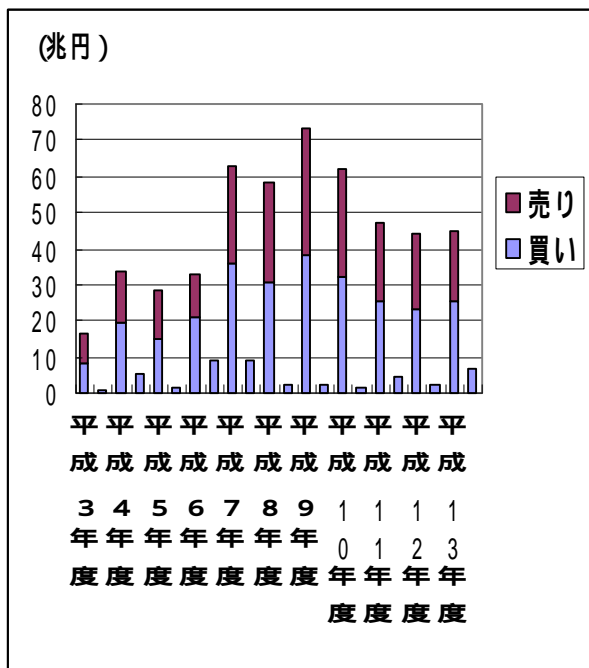
図表 1 - 33 信託銀行の売買状況



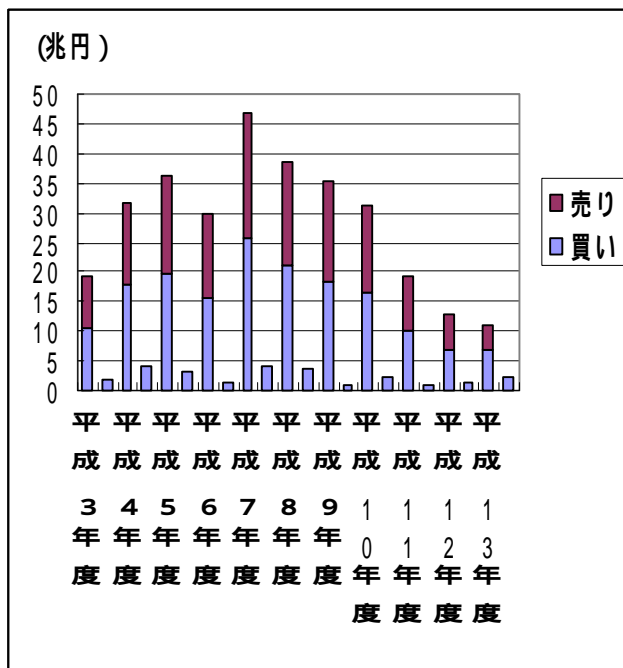
図表 1 - 34 農林系金融機関の売買状況



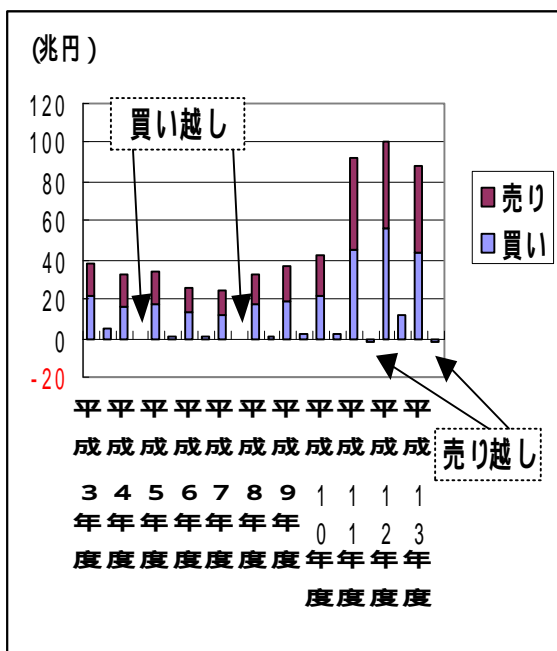
図表 1 - 35 生保・損保の売買状況



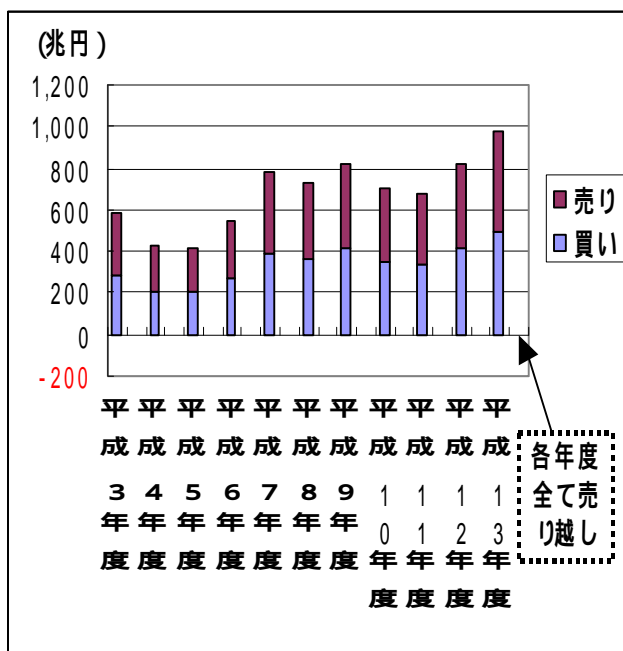
図表 1 - 36 投資信託の売買状況



図表 1 - 37 外人の売買状況



図表 1 - 38 債券ディーラーの売買状況



(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債投資家別売買高」から作成。
 2 現先売買、割引短期国債、政府短期証券を除いた。
 3 各年度の左側の棒グラフは「買付額」と「売付額」の合計であり、右側の棒グラフは「買付額」-「売付額」である。

1.5 まとめ

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、歳入資金を調達するための「普通国債」を指し、平成 13 年度発行以降の国債については、「普通国債」に加え、財政投融资の改革に伴う経過措置として平成 13 年度から発行されている「財投債」を指す場合が多い。

平成 14 年度に発行されている、普通国債の種類については、超長期利付国債が 15 年・20 年・30 年、長期利付国債が 10 年、中期利付国債が 2・5 年、中期割引国債が 3 年、割引短期国債が 6 か月・1 年である。

また、財投債については、超長期利付国債が 15 年・20 年・30 年、長期利付国債が 10 年、中期利付国債が 2・5 年である。

さらに、主な国債の発行頻度については、2 年利付国債・5 年利付国債・10 年利付国債が毎月、3 年割引国債・20 年利付国債が 2 か月ごと、15 年変動利付国債が 3 か月ごと、30 年利付国債が半年ごとである。

近年の国債市場についてみると、景気対策の財源不足等により、大量の国債が発行されるようになり、国債の現存額を名目 GDP 比で見ると一貫して上昇しており、平成 12 年度以降については、株式時価総額（東証第一部）を上回るほどになっている。

公社債市場全体に占める国債の比率をみると、近年の国債市場については、公社債全体に占める国債の比率は現存額・発行額・売買額は共に高く、特に公社債全体の売買額に占めるに占める国債の比率は 90% 台と非常に高い比率になっている。

国債の発行年限別比率については、現存額・売買額では長期利付国債の比率が最も高く、発行額では割引短期国債の比率が最も高く、国債の中心となる長期利付国債の比率をみると、現存額・発行額は低下しているが、売買額はおおむね横ばい状態であるのに対し、中期利付国債は現存額・発行額・売買額とも上昇している。

国債の保有残高については、国債保有の 9 割近くを金融機関が保有しており、時系列的には、保険・年金基金の比率の増加が著しく、国債保有増加の寄与度が高いのは、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関、中央銀行の金融機関であり、金融資産全体の構成比をみると、国内銀行及び民間生命保険については、近年国債の保有比率が上昇している。

そのほとんどが国債である公社債全体の売買状況については、公社債の売買の中心は債券ディーラーであるが、時系列的には、その比率は低下し、一方、都市銀行の比率が上昇しており、近年のおよその傾向は、都市銀行と債券ディーラーが売り手で、信託銀行、農林系金融機関、生保・損保、投資信託、外人が買い手となっている。

第2章 日本国債の流動性と市場制度の問題点

第2章 日本国債の流動性と市場制度の問題点

2.1 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。

2.1.1 市場流動性

市場流動性の指標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。

市場流動性のあらゆる側面を一つの指標でとらえることは難しい。

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・スプレッドと売買回転率である。

このほか、B I S（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」「日本の国債市場の流動性向上に向けて」を参照）。

なお、「マーケット・マイクロストラクチャー」の観点から、それまで株式市場を対象として行われていた市場流動性に関する研究が、近年ようやく国債市場を対象に、主として各国中央銀行によって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」参照）。

2.1.2 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。

2.1.2.1 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、「市場消化国債」の種類別に、平成3-13年度の、年間売買回転率を算出した(図表2-1、2-2参照)。

なお、年間売買額については、短期金融取引の色彩の強い、現先取引を除いている。

2.1.2.2 分析結果

年間売買回転率の過去11年間の平均値をみると、

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の長期利付国債が大きい。

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が低下しているのが分かる。

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、国債の流動性が低下していることが分かる。

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^{2.1}。

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増加傾向にある国債もあることが注目される(平成13年度は現存額の増加ほど売買額は増加せず、売買回転率は平成12年度よりも0.8回低下)。

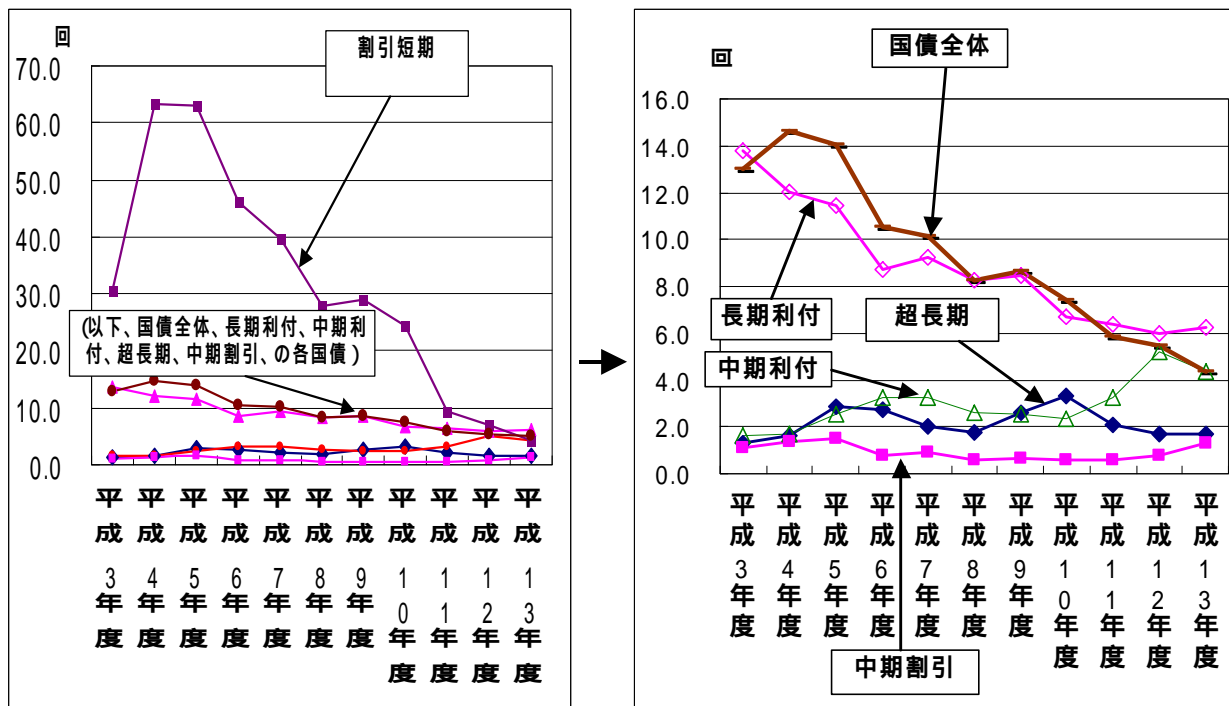
時系列的には、国債現存額は前年度よりも毎年のように増加している一方、国債の売買額がほぼ横ばいのため、売買回転率が低下する結果となっている。

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^{2.2}。

^{2.1} 割引短期国債の売買回転率が、平成11-13年度急減しているのは、運用難で持ち切り型の投資が増加したこと等により、売買額が低下したことによるものとみられる。

^{2.2} 具体的に立証するデータは十分ではないが、国債の取引主体別保有残高について、平成元年度と平成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」が(5.8% 21.9%)と、約16ポイント増加している。(図表1-20、図表1-21参照)。

図表 2 - 1 国債の年間売買回転率の推移（グラフ）



- (備考) 1 割引短期国債については、他の国債よりも大きな数値となり、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」から作成。
 3 現先売買、政府短期証券を除いた。

図表 2 - 2 国債の年間売買回転率の推移について（数表）

< 年間売買回転率 = 年間売買額 / 年度末現存額 >

(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」から作成。
 2 年間売買額は図表 1-15、年度末現存額は図表 1-11 の数値を使用している。
 3 現先売買、政府短期証券を除いた。

2.1.3 国債以外の公社債の売買回転率

2.1.3.1 売買回転率

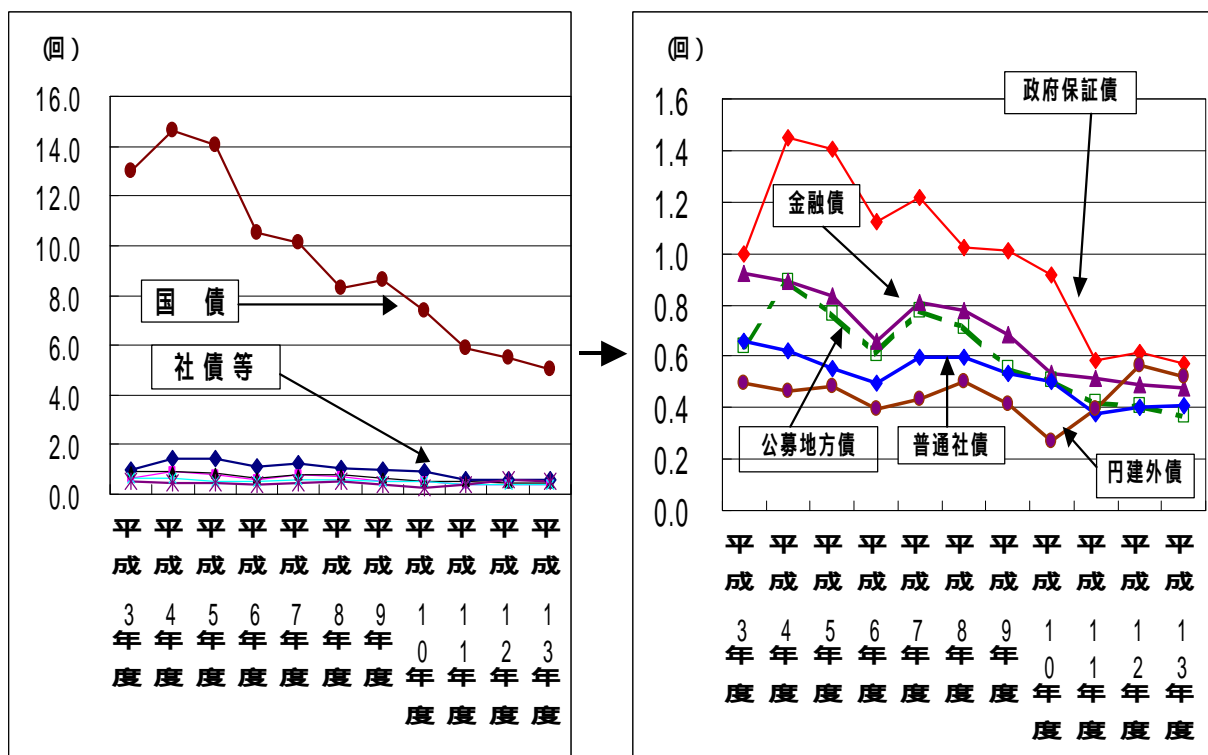
ここでは、国債以外の、政府保証債（財投機関債を含むが、私募特別債を除く。）公募地方債、金融債、普通社債（私募社債を除く。）円建外債について、平成3年度から平成13年度までの売買回転率をみている。

国債（「市場消化国債」のみ）と社債等（国債以外の債券）の売買回転率の推移を対比して示したものが図表2-3のグラフであり（国債以外の債券について売買回転率の縮尺を拡大して示したものが、図表2-3の右側のグラフである。）数値で示したものが図表2-4である。

国債と比較して、社債等の売買回転率の水準がかなり低く、平成10年度以降は国債以外の債券の売買回転率は1未満になっており、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、社債等の債券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、普通社債のいずれもの売買回転率は低下している。

市場流動性の低下は国債のみならず、債券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。

図表2-3 国債及び社債等の年間売買回転率の推移



- (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 現先売買、政府短期証券を除いた。

図表 2 - 4 国債及び社債等の年間売買回転率の推移（数表）

< 年間売買回転率 = 年間売買額 / 年度末現存額 >

（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 | 1.1 | 0.7 | 1.0 | 0.7 | 0.5 | 18.7 |
| 平成 4 年度 | 1.6 | 1.0 | 1.0 | 0.7 | 0.5 | 23.0 |
| 平成 5 年度 | 1.5 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 20.3 |
| 平成 6 年度 | 1.2 | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 19.4 |
| 平成 7 年度 | 1.3 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 19.3 |
| 平成 8 年度 | 1.1 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 14.6 |
| 平成 9 年度 | 1.1 | 0.6 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 14.7 |
| 平成 10 年度 | 0.9 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 13.5 |
| 平成 11 年度 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 11.3 |
| 平成 12 年度 | 1.2 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.6 | 8.9 |
| 平成 13 年度 | 1.1 | 0.8 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 7.5 |
| 期 間 全 体 | 1.2 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 14.0 |

（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 年間売買額は図表 2 - 6、年度末現存額は図表 2 - 5 の数値を使用している。

3 現先売買、政府短期証券を除いた。

2.1.3.2 現存額、売買額

社債等の現存額について、図表 2 - 5 で現存額と平成 3 年度を 100 とした指数を、図表 2 - 6 で売買額と平成 3 年度を 100 とした指数を、それぞれ示した。

現存額については、平成 3 年度から平成 13 年度にかけて、金融債を除く、政府保証債・公募地方債・普通社債・円建外債はいずれも増加している。

特に、普通社債は、（100 418）と国債（100 287）以上に増加している。

売買額については、平成 3 年度から平成 13 年度にかけて、金融債と政府保証債は減少傾向で、国債は横ばいなのに対して、公募地方債・普通社債・円建外債はいずれも増加している。

特に、普通社債の売買額は、（100 259）と最も伸びが大きくなっており、国債以外の公社債市場の中でも、普通社債については、発行市場（現存額の伸びに反映）及び流通市場ともに拡大していることを示している。

図表 2 - 5 社債等の現存額の推移

(単位：億円)

| 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 | 197,343 (100) | 74,470 (100) | 743,600 (100) | 125,571 (100) | 63,270 (100) | 1,081,717 (100) |
| 平成 4 年度 | 195,376 (99) | 78,702 (106) | 766,341 (103) | 159,285 (127) | 68,730 (109) | 1,120,187 (104) |
| 平成 5 年度 | 197,192 (100) | 84,286 (113) | 777,592 (105) | 179,844 (143) | 75,539 (119) | 1,229,241 (114) |
| 平成 6 年度 | 204,294 (104) | 91,572 (123) | 786,980 (106) | 207,512 (165) | 82,314 (130) | 1,365,099 (126) |
| 平成 7 年度 | 218,375 (111) | 102,965 (138) | 760,807 (102) | 251,785 (201) | 99,482 (157) | 1,535,444 (142) |
| 平成 8 年度 | 231,330 (117) | 113,982 (153) | 744,111 (100) | 291,152 (232) | 122,645 (194) | 1,663,743 (154) |
| 平成 9 年度 | 237,722 (120) | 124,271 (167) | 645,971 (87) | 362,856 (289) | 114,373 (181) | 1,730,042 (160) |
| 平成 10 年度 | 211,570 (107) | 135,074 (181) | 572,431 (77) | 446,617 (356) | 95,974 (152) | 1,918,472 (177) |
| 平成 11 年度 | 228,207 (116) | 148,328 (199) | 552,165 (74) | 493,222 (393) | 78,361 (124) | 2,252,628 (208) |
| 平成 12 年度 | 264,045 (134) | 164,596 (221) | 481,685 (65) | 500,945 (399) | 82,354 (130) | 2,692,302 (249) |
| 平成 13 年度 | 296,376 (150) | 181,200 (243) | 420,477 (57) | 524,564 (418) | 76,178 (120) | 3,099,788 (287) |
| 年 度 平 均 | 225,621 | 118,131 | 659,287 | 322,123 | 87,202 | 1,789,878 |

- (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 金額欄の下の()内の数字は、平成3年度の現存額を100とした指数。

図表 2 - 6 社債等の売買額の推移

(単位：億円)

| 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 | 197,017 (100) | 47,865 (100) | 687,308 (100) | 82,785 (100) | 31,220 (100) | 14,048,376 (100) |
| 平成 4 年度 | 283,160 (144) | 69,965 (146) | 681,229 (99) | 98,908 (119) | 31,847 (102) | 16,416,052 (117) |
| 平成 5 年度 | 277,542 (141) | 64,707 (135) | 648,780 (94) | 98,805 (119) | 36,601 (117) | 17,254,199 (123) |
| 平成 6 年度 | 229,817 (117) | 55,981 (117) | 519,895 (76) | 102,674 (124) | 32,295 (103) | 14,364,632 (102) |
| 平成 7 年度 | 265,723 (135) | 80,242 (168) | 615,960 (90) | 150,076 (181) | 42,949 (138) | 15,579,828 (111) |
| 平成 8 年度 | 237,296 (120) | 81,237 (170) | 580,951 (85) | 174,324 (211) | 61,946 (198) | 13,765,983 (98) |
| 平成 9 年度 | 240,433 (122) | 68,363 (143) | 441,857 (64) | 193,945 (234) | 47,271 (151) | 14,948,264 (106) |
| 平成 10 年度 | 194,149 (99) | 68,231 (143) | 306,545 (45) | 223,113 (270) | 26,066 (83) | 14,192,018 (101) |
| 平成 11 年度 | 133,221 (68) | 62,576 (131) | 285,386 (42) | 185,628 (224) | 31,055 (99) | 13,206,138 (94) |
| 平成 12 年度 | 161,507 (82) | 67,172 (140) | 235,123 (34) | 199,874 (241) | 46,391 (149) | 14,727,741 (105) |
| 平成 13 年度 | 168,713 (86) | 67,135 (140) | 199,597 (29) | 214,397 (259) | 39,826 (128) | 15,538,914 (111) |
| 年 度 平 均 | 217,143 | 66,679 | 472,966 | 156,775 | 38,861 | 14,912,922 |

- (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 現先売買、政府短期証券を除いた。
3 金額欄の下の()内の数字は、平成3年度の売買額を100とした指数。

2.1.4 国債先物の売買回転率

ここでは、2.1.2で説明した、我が国の現物国債の売買回転率に関連するものとして、国債先物の売買回転率の時系列的な傾向（平成3年 - 平成13年）をみる。

なお、これまで説明した国債に関する分析については、年度ベースで行ってきたが、国債先物については、年度ベースではなく、暦年ベースで年次データが公表されているので、ここでは暦年ベースの年次データに基づき分析を行う。

また、我が国の国債先物取引については、長期国債は昭和60年10月19日に、超長期国債は昭和63年7月8日に、中期国債は平成8年2月16日に、それぞれ取引が開始されている。

2.1.4.1 売買回転率

既に説明したように、現物国債については、 $\text{売買回転率} = \text{売買高} / \text{現存額}$ 、により求めた。

しかし、国債先物については、データ入手上、現存額ではなく、建玉現在高を用いて、国債先物の売買回転率 = $\text{売買高} / \text{建玉現在高}$ 、で代替して求めた（図表2 - 7及び2 - 8参照）。

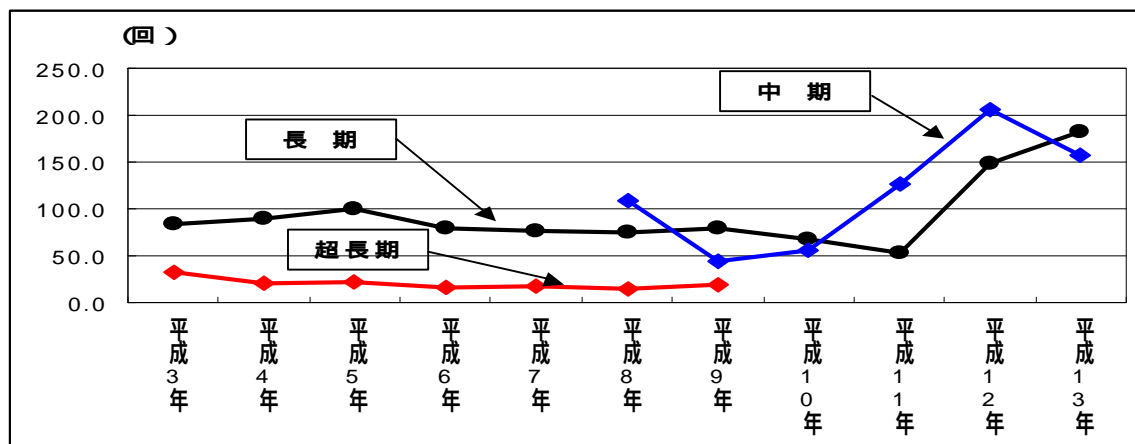
国債先物については、長期国債の比重が高く（平成13年の数値で、建玉現在高が99.97%、売買高も99.97%）、長期国債と国債先物全体の傾向とほぼ同様なので、図表2 - 7では国債先物全体の記載を省略した。

長期国債の売買回転率については、平成11年まではおおむね横ばい又はやや低下し、平成12年及び13年に急激に上昇している（売買回転率算出の際に、分母となる建玉現在高が急激に減少したため。次ページの脚注2.3参照）。

超長期国債については、平成9年まではおおむね横ばい又はやや低下しており、平成10年以降は、売買回転率算出の際に分母となる建玉現在高がゼロのため（分子となる売買高も平成11年以降はゼロ）売買回転率の算出が出来なくなっている。

平成8年から取扱を開始した中期国債については、平成9 - 10年に低下した後、平成11 - 13年は平成9 - 10年の水準よりも上昇している。

図表 2 - 7 国債先物売買高/建玉現在高の推移（グラフ）



- （備考） 1 野村総合研究所『公社債要覧』及び東京証券取引所『証券統計年報』等から作成。
 2 先物売買高は暦年、建玉現在高は暦年末現在。
 3 先物売買高は、売り又は買いの一方側のみ計上。

図表 2 - 8 国債先物売買高/建玉現在高の推移（数表）

（単位：回）

| 暦年 | 超長期 | 長期 | 中期 | 全体 |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 平成3年 | 32.2 | 83.7 | - | 83.7 |
| 平成4年 | 20.7 | 89.4 | - | 89.3 |
| 平成5年 | 21.9 | 99.6 | - | 99.5 |
| 平成6年 | 16.5 | 79.8 | - | 79.8 |
| 平成7年 | 18.2 | 76.1 | - | 76.0 |
| 平成8年 | 14.6 | 74.7 | 108.3 | 75.1 |
| 平成9年 | 18.5 | 79.2 | 44.7 | 78.5 |
| 平成10年 | - | 67.2 | 55.4 | 66.9 |
| 平成11年 | - | 52.6 | 127.0 | 53.0 |
| 平成12年 | - | 148.9 | 205.2 | 149.4 |
| 平成13年 | - | 181.8 | 157.0 | 181.8 |

- （備考） 1 野村総合研究所『公社債要覧』及び東京証券取引所『証券統計年報』等から作成。
 2 先物売買高は図表 2 - 10、建玉現在高は図表 2 - 9の数値を使用している。

2.1.4.2 建玉現在高、先物売買高

図表 2 - 9 で建玉現在高の推移、図表 2 - 10 で先物売買高の推移を示した。

建玉現在高については、中心となる長期国債は平成 11 年まではおおむね横ばい又はやや上昇していたが、平成 12-13 年に急激に低下している。また、超長期国債については平成 10 年以降がゼロ、中期国債は平成 11 年から急激に低下している^{2.3}。

^{2.3} 市場関係者の話によると、これは、時価会計の本格導入を見越し、価格変動要素が大きく、その影響が当期の損益を変動させる可能性が高いと考えられる、国債先物のポジションが解消されたことによるものとみられる。

一方、先物売買高については、中心となる長期国債は平成8年以降おおむね低下している。超長期国債については、図表に示した最初の年である平成3年をピークにそれ以降おおむね低下して、平成10年以降はゼロとなっている。中期国債についても、取扱開始を開始した平成8年の水準をピークに、それ以降低下している。

国債先物については、中心となる長期国債の建玉現在高・売買高が低下しているだけでなく、超長期国債及び中期国債についても低下している。平成13年には超長期国債が建玉現在高・売買高共ゼロ、中期国債も極めて小さい数字になっており、中心となる長期国債も含めて、国債先物全体の商品性の見直しが急務であろう。

図表2-9 国債先物建玉現在高の推移

(単位：億円)

| 暦年 | 超長期 | 長期 | 中期 | 全体 |
|-------|-----|---------|-------|---------|
| 平成3年 | 204 | 152,699 | - | 152,903 |
| 平成4年 | 192 | 132,153 | - | 132,345 |
| 平成5年 | 142 | 151,542 | - | 151,684 |
| 平成6年 | 194 | 162,146 | - | 162,340 |
| 平成7年 | 150 | 183,009 | - | 183,159 |
| 平成8年 | 154 | 165,740 | 2,412 | 168,306 |
| 平成9年 | 117 | 149,029 | 2,649 | 151,795 |
| 平成10年 | 0 | 158,798 | 3,523 | 162,321 |
| 平成11年 | 0 | 183,567 | 882 | 184,449 |
| 平成12年 | 0 | 66,158 | 547 | 66,705 |
| 平成13年 | 0 | 40,354 | 14 | 40,368 |

- (備考) 1 野村総合研究所『公社債要覧』及び東京証券取引所『証券統計年報』等から作成。
2 建玉現在高は暦年末。

図表2-10 国債先物売買高の推移

(単位：億円)

| 暦年 | 超長期 | 長期 | 中期 | 全体 |
|-------|-------|------------|---------|------------|
| 平成3年 | 6,575 | 12,785,217 | - | 12,791,792 |
| 平成4年 | 3,972 | 11,810,628 | - | 11,814,600 |
| 平成5年 | 3,106 | 15,087,311 | - | 15,090,417 |
| 平成6年 | 3,194 | 12,946,842 | - | 12,950,036 |
| 平成7年 | 2,734 | 13,918,791 | - | 13,921,525 |
| 平成8年 | 2,242 | 12,374,978 | 261,172 | 12,638,392 |
| 平成9年 | 2,167 | 11,799,004 | 118,447 | 11,919,618 |
| 平成10年 | 123 | 10,669,067 | 195,207 | 10,864,397 |
| 平成11年 | 0 | 9,657,934 | 111,975 | 9,769,909 |
| 平成12年 | 0 | 9,852,160 | 112,226 | 9,964,386 |
| 平成13年 | 0 | 7,334,853 | 2,198 | 7,337,051 |

- (備考) 1 野村総合研究所『公社債要覧』及び東京証券取引所『証券統計年報』から作成。
2 先物売買高は、売り又は買いの一方側のみ計上。

2.2 我が国の国債市場制度の問題点^{2.4}

G10 諸国の国債市場の流動性^{2.5}については、B I S 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、B I S 及び日本銀行の研究成果に基づき、諸外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。

2.2.1 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データのうち、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 2 - 11 参照）。

2.2.1.1 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、かなり低い水準にとどまり、先進諸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、現物売買高 / 先物売買高をみると、我が国は 0.7 と 1 よりも小さく、現物国債の売買額は国債先物より少ないことを示しており、先進諸国の中で最も低い数字となっている。

2.2.1.2 ビッド・アスク・スプレッド

市場でアベイラブルな最良の買い気配（ベスト・ビッド）と売り気配（ベスト・アスク）の差であるビッド・アスク・スプレッドを見ても、日本は他の先進国と比べて広く、流動性が低い可能性が示唆される。

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。

なお、我が国については、平成 10 年 6 月に、日本銀行が、大手ディーラー 20 先に対してアンケート調査を実施している。

^{2.4} 本節の記述については、井上広隆[平成 11 年]「G7 諸国の国債市場」に負うところが多い。

^{2.5} B I S 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、スウェーデンの 11 か国を「G10」と呼称している。

なお、各国の流動性については、おおむね、平成 9 年末頃の実態であり、そのほか、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 2 - 11 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。
- 4 平成9年末頃の状況。

2.2.2 我が国の国債市場制度の問題点

2.2.2.1 商品性

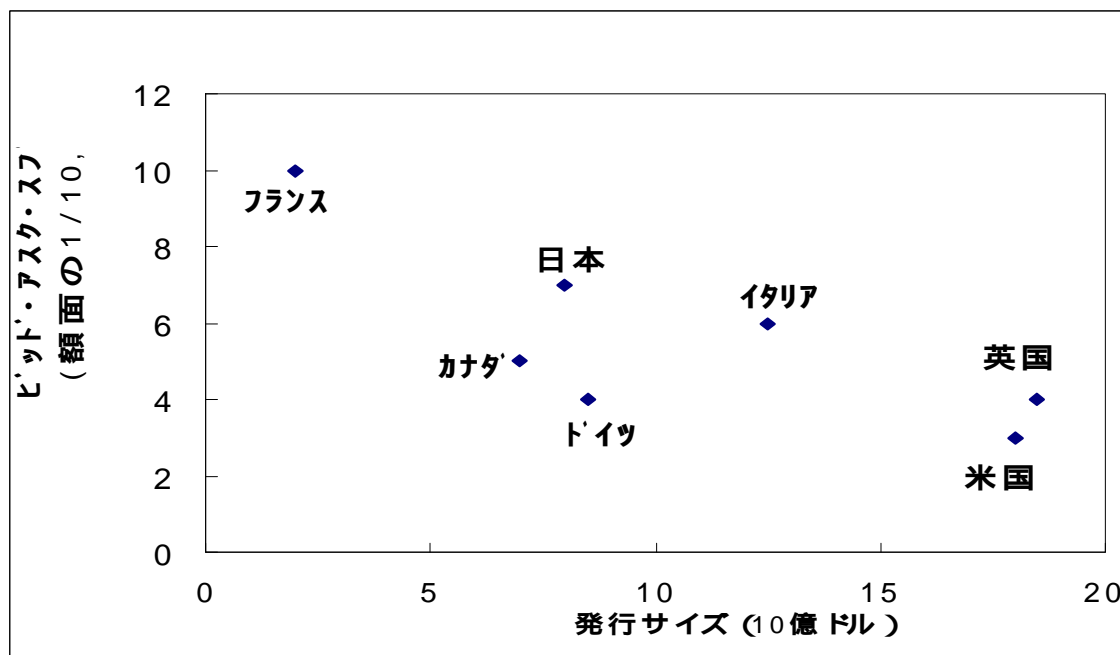
発行サイズ

G7諸国の市場で、ビッド・アスク・スプレッドと発行サイズの関係を見ると、発行サイズの大きい方がビッド・アスク・スプレッドが小さくなる傾向がうかがわれる（図表2-12参照）。したがって、日本国債の流動性を高めるためには、1回の発行量が大きくなれば増加する可能性がある。

ただし、一方、総発行量を一定で、1回の発行量は大きくするには、発行頻度を小さくすればよいが、次回発行までの期間が長くなる。そのため、カレント銘柄の価格がパーから乖離し、原価法を採用する市場参加者から嫌われる可能性があって、発行頻度を下げない時よりも流動性が低下する可能性がある。

そのため、流動性向上のためには、発行頻度と流動性との関係を勘案しつつ、発行サイズを大きくすることが重要である。

図表 2 - 12 発行サイズとビッド・アスク・スプレッド



- (備考) 1 井上広隆[平成11年]「G7諸国の国債市場」及びBIS(1999)「Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications」から作成。
 2 図表は、平成9年中に発行された、10年固定利付債の平均発行サイズと、ビッド・アスク・スプレッドの関係をみたもの。
 3 英国の発行サイズについては、アンケート調査では入手できなかったため、平成19年12月償還の10年債の発行サイズを用いている。

発行年限の構成

発行年限の構成についてみると、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2-13参照)。

また、ベンチマーク銘柄^{2.6}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諸国と比べてもベンチマークの数は少ない。

そして、売買高についても、10年債を含む長期債のみが活発で、長期債以外のゾーンでは中期債の比率が近年上昇してはいるが、長期債ほど売買は活発ではない(前述の図表1-16参照)。

^{2.6} ベンチマーク銘柄については明確に定義されたものではなく、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2-13において、各国のベンチマークの数は、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。

図表 2 - 13 発行年限の構成及びベンチマーク数

| | | 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% |
| ベンチマークの数 | | 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, Hirotaka (1999) "The Structure of Government Securities Markets in G10 Countries :Summary of Questionnaire Results" から作成。

2 平成9年末頃の状況。

ストリップス取引

ストリップス取引^{2.7}とは、利付国債を個別のクーポン及び元本に分離し、それぞれのキャッシュフロー（ストリップス）を別々に取引するものである。

具体的に、10年利付国債（年2回利払い）を例にすると、ストリップス化によって、一つの元本ストリップスと20のクーポン・ストリップス債が生まれ出される。

G7諸国では、日本を除くすべての国々で可能となっている（図表2-14参照）。

ストリップス取引を通じて、投資家は将来の資金ニーズに応じ、自ら望むキャッシュフローを自由に作り出せることから、市場参加者が拡大し、ひいては、市場流動性に好影響をもたらす可能性がある。

また、各年限におけるスポットレートを市場ベースで確認できることから、イールドカーブの正確な把握について、市場参加者に有益な情報を提供される。

図表 2 - 14 ストリップス取引

(可能、× 不可能)

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|----------|----|----|-----|----|------|------|-----|
| ストリップス取引 | × | | | | | | |

(備考) 1 井上広隆[平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。

2 平成9年末頃の状況。

インデックス債

インデックス債とは、将来のキャッシュフローが物価指数（多くは消費者物価指数）に連動する債券である。

^{2.7} 本来、ストリップス取引とは、昭和60年に米国で、「STRIPS (Separately Trading of Registered Interest and Principal of Securities)」として開始したものである。

これは、長期のインフレヘッジニーズに応えるものであり、投資家にとってインフレリスクが回避できること等の理由から市場参加者が拡大し、ひいては、市場流動性に好影響をもたらす可能性がある。

G7諸国では、英国が昭和61年3月にインデックス債を最初に導入し（須藤時仁〔平成12年4月〕「国債の発行制度と市場流動性」による。）現在では、日本、ドイツ、イリアを除く各国で発行されている（図表2-15参照）。

発行されている国では、クーポン、元本の双方を消費者物価指数に連動させているが、デフレ下においては、米国・フランス・カナダでは保証し、英国では保証されない。

図表2-15 インデックス債

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イリア | カナダ |
|-----------------|----|--------|-----|-------|------|-----|------|
| 発行年限 | - | 10、30年 | - | 様々 | 11年 | - | 30年 |
| 発行残高 (10億ドル) | - | 33.3 | - | 51.9 | 3.3 | - | 5.9 |
| 発行ワイト | - | 1.0% | - | 11.3% | NA | - | 2.1% |
| 銘柄数 | - | 2 | - | 13 | 1 | - | 2 |
| インデックスの種類 | - | CPI | - | CPI | CPI | - | CPI |

（備考） 1 井上広隆〔平成11年〕「G7諸国の国債市場」から作成。

2 平成9年末頃の状況。

2.2.2.2 発行方法

定例リオープン

リオープンとは、新発債を、既発債と名称・記号、償還期日、利子支払期及び利子額をそろえて発行することにより、その発行日において銘柄統合を行う制度である。

リオープンの実施により、同一債券として追加発行されることになるため、既発債の発行サイズ・流通量が追加発行直後に増加することで、カレント銘柄の市場流動性が高まり、ベンチマーク銘柄が機能しやすくなる。

定例リオープンは、リオープンの有無が、前年度末や前四半期末に事前に開示され、かつ、定例的に実施される方式であり、平成9年末の調査時点で、既に日本を除くすべての国で行われている（図表2-16参照）。

なお、平成13年3月から我が国で実施されるようになったリオープン方式は、リオープンの有無が、入札直前に決定・公表される方式である。

図表 2 - 16 定例リオープン

(実施、× 未実施)

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|---------|----|----|-----|----|------|------|-----|
| 定例リオープン | × | | | | | | |

- (備考) 1 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。
 2 本資料については、リオープンの有無が、前年度末や前四半期末に事前に開示されるのみで、定例的には実施されていない国も含んでいる可能性がある。
 3 平成9年末頃の状況。

非入札発行

国債の発行形式には、入札（オークション）による発行と、シ団引受などの非入札発行とがある。

発行価格決定に、市場原理徹底のためには、入札（オークション）が優れているが、国債の安定的な消化にはシ団引受にも利点は多い。

G7諸国では、米国、ドイツ、イタリア、カナダでは全て入札発行である。残り3か国では非入札発行が残っているが、英国、フランスではごく一部である（図表2-17参照）。

日本については、調査時点では、10年利付債と5年割引債にシ団引受があり、現在でも10年利付国債の一部にシ団引受が残っている。

図表 2 - 17 非入札発行

(広範に存在、ごく一部に存在、× なし)

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|-------|----|----|-----|----|------|------|-----|
| 非入札発行 | | × | × | | | × | × |

- (備考) 1 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。
 2 英国について、平成10年11月にインデックス債の発行を入札方式に切り替えたため、現状ではほぼ全額が入札発行である。
 3 フランスについては、プライマリー・ディーラーによるシ団引受がごく一部に残存。
 4 平成9年末頃の状況。

2.2.2.3 流通形態

プライマリー・ディーラー制度

国債市場での政府の資金調達活動を円滑に行うため、昭和 35 年に米国で開始して以来、多くの国でプライマリー・ディーラー（PD）制度を採用している（図表 2 - 18 参照）。

プライマリー・ディーラー制度においては、当局によって指定されたディーラーが発行市場での入札において他のディーラーにはない便益を享受する一方、マーケットメイクについて特別な義務を課されていることが多い。

G7 諸国では、日本、ドイツ以外の各国にプライマリー・ディーラー制度が存在する。日本の場合、発行市場にはシ団による消化が行われていることや、銀行の自己勘定が国債引受の中心的な役割を果たしてきたため、プライマリー・ディーラー制度の必要性が比較的薄かったと考えられる。

なお、プライマリー・ディーラー制度が存在する国で、フランス、イタリア、カナダではプライマリー・ディーラーの中の一部業者が更に特別の権利・義務が与えられているという二層のプライマリー・ディーラー構造を採用している。

一方、米国、英国においては、プライマリー・ディーラーは同じ資格を有する一層のプライマリー・ディーラー制度を採用している。

プライマリー・ディーラーに課せられている義務をみると、発行市場での入札及び当局への報告義務は全ての国で課されているが、流通市場において一定レベルのスプレッド幅で両サイドの呼び値を常時提示する義務については、英国、フランス、イタリアにのみ存在する。もっとも、米国、カナダにおいても、プライマリー・ディーラーの資格審査に当たりマーケット・メイクが重視されている。

なお、財務省では、後述する国債市場懇談会（第 10 回、平成 13 年 7 月 25 日開催）で、米国・英国・フランスのプライマリー・ディーラー制度について説明しているほか、第 18 回懇談会（平成 14 年 6 月 25 日開催）でも、英国・フランスのプライマリー・ディーラーについて説明を行っている（図表 2 - 19 参照）。

図表2 - 18 プライマリー・ディーラー制度

(あり、× なし)

| プライマリー・ディーラー制度 | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|----------------|--------|----|-----|----|------|------|-----|
| 構造 | - | 一層 | - | 一層 | 二層 | 二層 | 二層 |
| マーケットメイク義務 | 常時 | - | × | - | | | × |
| | 両側 | - | × | - | | | × |
| | スプレッド幅 | - | × | - | | | × |
| 発行市場での入札義務 | - | | - | | | | |
| 報告義務 | - | | - | | | | |

(備考) 1 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。

2 二層の国での義務は上位階層のプライマリー・ディーラーのもの。

3 平成9年末頃の状況(フランスは、平成10年のPD制度改革後)。

図表2 - 19 米国・英国・フランスにおけるプライマリー・ディーラー制度

| | 米国 | 英国 | フランス |
|-------------------------------|------------------------------------|--|---|
| 導入時期 | 昭和35年 | 昭和61年 | 昭和62年 |
| 団体数 | 25社(平成13年7月時点) | 16社(平成14年6月時点) | 21社(平成14年6月時点) |
| 義務 | 連銀による市場監視活動への貢献・金融政策に有用な市場情報・分析の提供 | 全ての国債について、常時有効な売り買い気配を提示し、売買注文に応じる義務 | 主要銘柄について常時売り買い気配を提示して売買に応じる義務 |
| | 連銀の公開市場操作及び国債入札への有意な参加 | 入札に積極的に参加する義務 | 入札で、長期・中期・短期国債それぞれの年間発行額2%以上を取得する義務 |
| | 自己資本の状況に関する定期的報告 | 債務管理庁に対し、市況・自社ポジション・取引高等に関する情報提供義務 | 国債レポ市場で2%以上のマーケットシェアを維持する等の義務 国内外の投資家に営業・PR活動を実施する義務 定期的に国債庁に情報を伝え、適切な助言をする義務 |
| 特権 | 連銀との米国債取引を通じて、公開市場に参加できる | 国債の入札に電話で参加できる | 非競争入札に参加できる |
| | | 入札で、毎回一部がマーケットメーカーのみによる非競争入札に充当される | ストリップ化及び再構成の権利 |
| | | 債務管理庁の行う、買入償却・交換・タップ方式による売却等の取引の相手方となる | 国債庁や国債支持基金の行う買い入れ償却・交換等の取引の相手方となる |
| | | 四半期に一度開催される債務管理庁の諮問会議に出席できる | |
| ストリップ適格国債のストリップ化と再構成を行うことができる | | | |

(備考) 平成13年7月25日に開催された国債市場懇談会(第10回)及び平成14年6月25日に開催された国債市場懇談会(第18回)における提出資料を参考として作成。

ティック・サイズ

ティック・サイズとは、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。

ティック・サイズが大きすぎると、需給の注文付け合せが困難となる一方、流動性が低い市場で、ティック・サイズを小さくしても事務の非効率化を招くだけで、市場流動性向上にはつながらないであろう。

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

G7諸国を比較すると、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い^{2.8}(図表2-20参照)。

図表2-20 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、3/10,000-4/10,000程度

2.2.2.4 市場参加者の特性

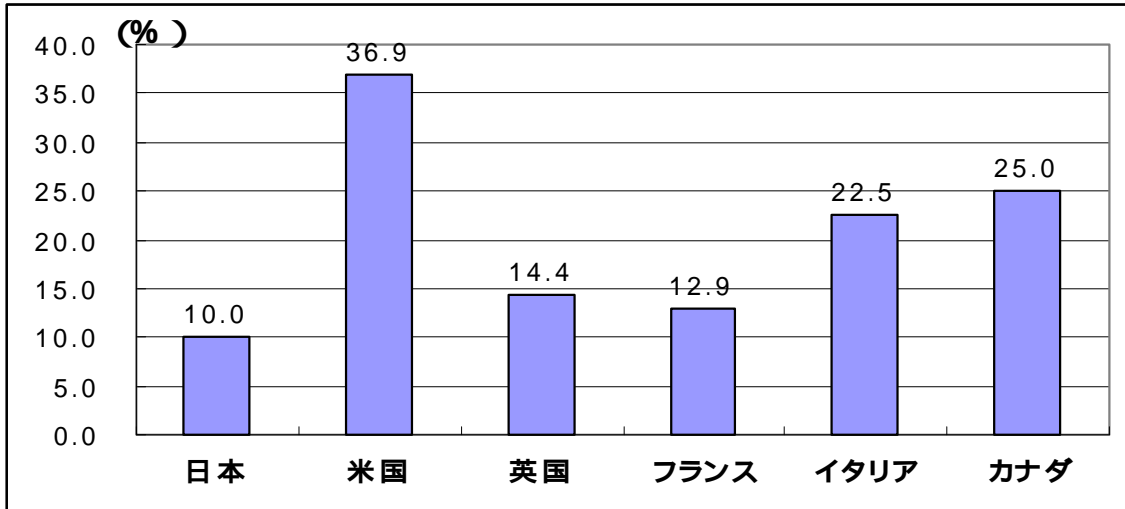
非居住者の保有

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配分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、市場の流動性を高める可能性がある。

米国をはじめ他のG7諸国と比較して、日本の非居住者比率はかなり低い(図表2-21参照)。

^{2.8} 日本国債の流動性は諸外国と比較して低くないとする市場関係者によると、我が国のビット・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・サイズが他の先進国と比較して大きいことが原因である、としている。

図表 2 - 21 非居住者保有比率



- (備考) 1 井上広隆 [平成 11 年]「G 7 諸国の国債市場」及び Inoue,Hirotaka (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 日本の非居住者保有比率は日本銀行による推定ベース。
5 平成 9 年末頃の状況。

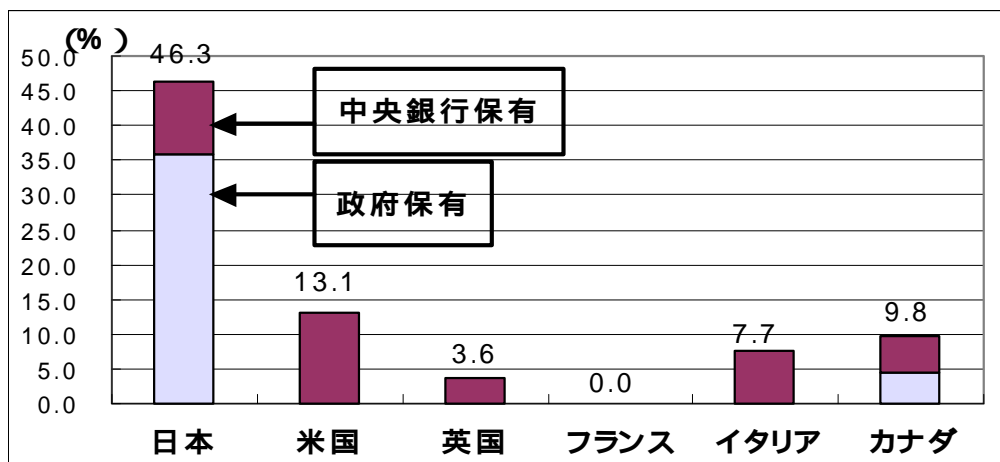
政府・中央銀行の保有

政府・中央銀行が国債を多く保有していると、民間部門で利用可能な証券量が減少するため、市場流動性を低める可能性があると考えられる

G 7 諸国の政府・中央銀行の保有比率をみると、日本が最も高く、その他の国は両者の保有シェアを合計しても、米国の 13.1% が最高である (図表 2 - 22 参照)。

日本については、中央銀行の保有比率も高いが、特に政府保有比率が他の国々に比較して高く (35.8%) になっている。

図表 2 - 22 国債の政府・中央銀行の保有比率



- (備考) 1 井上広隆 [平成 11 年]「G 7 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 英国は政府・中央銀行を合わせたベース。
 - 5 フランスの政府保有はゼロ、中央銀行は不詳
 - 6 おおむね平成 9 年末頃の状況。

2.2.2.5 ショート・ポジション形成の手段

債券の空売り、すなわち、ショート・ポジションの造成が容易に出来ることは債券の流動性を高められる。ディーラーがショート・ポジションを形成した場合は、決済時点までにその銘柄を調達しなければならない。

仮に、ディーラーがショート玉を調達することが困難であれば、市場の流動性は損なわれる可能性がある。その理由の一つは、ディーラーが在庫の範囲内でしか顧客の買い注文に応じられないとすると、ディーラーのマーケット・メイク能力が損なわれるからである。

こうした状況下では、ディーラーは過度の在庫を有するか、顧客からの買い注文への対応を遅らせることになる。

現物市場において、ショート・ポジションの造成を容易にする仕組みとしては、フェイル慣行、当局による証券貸出/レポファシリティ、アドホックなりオープンなどが存在する(図表 2 - 23 参照)。

フェイル慣行

フェイル慣行は決済期間までに証券を引き渡せない場合、一定のペナルティーを支払うことにより、受け渡しを延期出来るという市場慣行である。

これは、平成9年当時に、既に日本・ドイツを除く全ての国で存在している。

その後、平成13年1月から、即時グロス決済が導入されたことに伴い、日本では不十分とはいえ、フェイル慣行が導入されている。

証券貸出/レポファシリティー

証券貸出/レポファシリティーは、中央銀行等が保有する国債を貸出し(リバースレポし)証券のオペラビリティを高めるためのもので、米国、英国、ドイツ、イタリアで採用されている。

アドホックなりオープン

アドホックなりオープンは、需給が逼迫している銘柄をアドホックにリオープンするものであり、米国、英国、イタリア、カナダで採用されている。

なお、日本については、平成13年3月から、全ての国債が即時銘柄統合の対象となり、アドホックなりオープンの実施が可能になっている。

図表2 - 23 現物市場のショート・ポジション形成の手段

(実施、× 未実施)

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|----------------|----|----|-----|----|------|------|-----|
| フェイルに関する市場慣行 | × | | × | | | | |
| 証券貸出/レポファシリティー | × | | | | × | | × |
| アドホックなりオープン | × | | × | | × | | |

(備考) 1 井上広隆 [平成11年]「G7諸国の国債市場」から作成。

2 平成9年末頃の状況。

3 日本については、平成13年1月からフェイル慣行が導入されると共に、平成13年3月からアドホックなりオープンの実施が可能となっている。

2.2.2.6 税制

取引税は平成11年3月31日に日本で有価証券取引税・取引所税が廃止されたため、現在G7諸国には取引税は存在しない(図表2 - 24参照)。

国債利子に係る源泉徴収制度は、G7諸国でも過半数の国に存在しており、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。

図表 2 - 24 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) 1 井上広隆 [平成 11 年]「G 7 諸国の国債市場」から作成。
2 平成 9 年末頃の状況。

2.2.2.7 決済

国債の決済に関し、DVP^{2.9}や即時グロス決済(RTGS^{2.10})などの大きな枠組みでは、G 7 諸国とも同様の対応をとっているが、次の点で日本は他国と異なっている。

約定-決済のラグ

G 7 諸国の一般的な取引の約定-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 の取引を行っている(図表 2 - 25 参照)。

図表 2 - 25 アウトライイト取引の約定-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+1orT+3 | T+2orT+3 | T+2orT+3 |

(備考) 1 井上広隆 [平成 11 年]「G 7 諸国の国債市場」から作成。
2 平成 9 年末頃の状況。

^{2.9} 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、一方が行われない限り、他方も行われなくするための仕組み。平成 6 年 4 月に国債 DVP システムが稼動を開始している。

^{2.10} 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 月に稼動を開始している。

国際的な証券決済機関を通じた決済

Euroclear、Cedel などの国際的な証券決済機関を通じた決済を可能にすることは、非居住者による国債保有及び取引を容易にするため、市場の流動性を高めることになる。

G 7 諸国では、日本以外はこれらの決済機関とのリンクが実現している^{2.11}（図表 2 - 26 参照）。

図表 2 - 26 国際的な証券決済機関を通じた決済

（あり、× なし）

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|-----------------|----|----|-----|----|------|------|-----|
| 国際的な証券決済機関とのリンク | × | | | | | | |

（備考） 1 井上広隆 [平成 11 年]「G 7 諸国の国債市場」から作成。
2 平成 9 年末頃の状況。

保有形態

国債の保有形態は決済システムに影響を与えるものであり、円滑な決済システムは取引を容易にすることにより、市場流動性を高めるものである。

G 7 諸国のうち、米国、ドイツ、フランス、カナダではブックエントリーに一本化されているが、日本、英国、イタリアでは本券による所有がわずかながら残っている（図表 2 - 27 参照）。

ブックエントリーの中で、日本では、登録制度と振込制度が併存しているが、振込制度の占める比率が圧倒的に高い。

図表 2 - 27 保有形態

| | 日本 | 米国 | ドイツ | 英国 | フランス | イタリア | カナダ |
|------|--------------------------|------------------|------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|------------------|
| 保有形態 | ブックエントリー 99% 本券 1% | ブックエントリー 100% | ブックエントリー 100% | ブックエントリー 95% 本券 5% | ブックエントリー - 100% | ブックエントリー 99% 本券 1% | ブックエントリー 100% |

（備考） 1 井上広隆 [平成 11 年]「G 7 諸国の国債市場」から作成。
2 平成 9 年末頃の状況。

^{2.11} 日本において国際的な証券決済機関とのリンクが実現していない背景としては、これまでの非居住者保有の国債利子が源泉徴収の適用対象となってきたため、非居住者がこれら証券決済機関を利用して自己名義で日本国債を保有するニーズに乏しかったことが考えられる（井上広隆 [平成 11 年]「G 7 諸国の国債市場」による。）

2.3 まとめ

国債市場の流動性を示す尺度としては、ビッド・アスク・スプレッド、売買回転率、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、等いくつかの指標がある。

このうち、データ入手が容易で、国債市場の流動性の時系列的な傾向が分かる、売買回転率についてみると、時系列的に、我が国の国債の売買回転率は低下しており、国債の発行年限の種類別には、割引短期が最も高く、次いで、長期利付、中期利付、超長期、中期割引の順に高くなっている。

さらに、政府保証債、公募地方債、金融債、普通社債、円建外債の売買回転率をみると、国債と比較して、国債以外の公社債に関する売買回転率の水準がかなり低く、国債の売買回転率が大きく低下しているのに対し、国債以外の公社債についても国債と比較して小幅ではあるが、円建外債を除き売買回転率は低下している。

国債先物全体の売買回転率については、平成 11 年度までは、おおむね全般的には横ばい又は低下し、平成 12-13 年度については、建玉現在高が急激に低下したことに伴い、平成 11 年度までの水準よりも、数値としては上昇している。

市場流動性の観点から、我が国と欧米主要国の国債市場制度について、商品性（発行サイズ、発行年限の構成、ストリップ取引、インデックス債）、発行方法（定例リオープン、非入札発行）、流通形態（プライマリー・ディーラー制度、ティックサイズ）、市場参加者の特性（非居住者、政府及び中央銀行の保有）、ショートポジション形成の手段（フェイル慣行、証券貸出/レポファシリティ、アドホックなリオープン）、税制、決済（約定/決済のラグ、国際的な証券決済機関との決済、保有形態）から比較した。

その結果、国債市場の流動性の観点から、どの要素をみても、我が国の国債市場制度が他の欧米主要国と比較して、大きく遅れていることが分かる。

第3章 日本国債の流動性向上のための方策

第3章 日本国債の流動性向上のための方策

3.1 これまでの国債市場制度改革の歩み

我が国においては、昭和41年1月に景気後退に伴う税収不足を補うため、戦後初めて国債を発行するようになり、その後の国債の大量増発に対応して国債消化を円滑に行うと共に公社債市場の活性化を図るため、国債市場制度改革に積極的に取り組んできた。

以下、図表3-1^{3.1}で、平成以降の国債市場制度改革の歩みを示す。

このうち、特に国債市場制度改革に関する施策が盛んになった平成10年度以降をみると、国債の入札に関する施策と、税制改正に関する施策が数多く打ち出されている。

国債の入札に関する施策については、入札日程及び発行額の事前公表、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、等である。

税制については、TB・FBの源泉徴収免除、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、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、等である。

入札と税制関係以外の主な施策については、国債の発行年限多様化のため、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、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）、決済リスク削減のため国債決済のRTGS化（平成13年1月）、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）、シ団引受制度の見直しのため、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^{3.2}である。

^{3.1} 図表3-1については、財務省ホームページ、日本相互証券ホームページ、白川方明〔平成11年〕「日本の国債市場の機能向上に向けて」及び山本淳〔平成12年〕「公共債の発行、流通、決済の仕組みと実態（第3回）-国債（2）-」を基に作成した。

^{3.2} 国債に関する情報提供は国債市場の透明性を高め、国債市場の流動性を高めるものであるが、近年財務省はホームページで国債に関する情報提供を積極的に行うようになっている。戦後の国債管理政策の推移、15年変動利付国債の概要のほか、国債統計に関する資料の一部を、参考資料として本報告書に掲載している。

図表 3 - 1 これまでの国債市場制度改革の歩み

| 年度 | 国債残高 (兆円) | 国債市場制度改革の歩み |
|-----|--------------|--|
| 元年 | 160.9 | <ul style="list-style-type: none"> ・元.4:シ団10年債の部分的競争入札導入 ・元.5:債券貸借取引開始 ・元.7:三か月TB発行開始 |
| 2年 | 166.3 | <ul style="list-style-type: none"> ・2.5:日銀ネット国債系システム稼働開始 ・2.10:シ団10年債の競争入札拡大(40% 60%) |
| 3年 | 171.6 | <ul style="list-style-type: none"> ・3.4:10年債の入札結果の即日公表 |
| 4年 | 178.4 | <ul style="list-style-type: none"> ・4.4:外国法人のTB償還非課税措置導入 |
| 5年 | 192.5 | <ul style="list-style-type: none"> ・6.1:マル優枠の拡大(300万円 350万円) ・6.2:6年債の公募入札開始 |
| 6年 | 206.6 | <ul style="list-style-type: none"> ・6.4:国債DVPシステムの稼働開始 |
| 7年 | 225.2 | <ul style="list-style-type: none"> ・7.9:金融機関引受国債の売却自粛要請撤廃 ・8.1:債券貸借取引に関し「現金担保に対する付利制限」の撤廃 ・8.2:中期国債先物取引の開始 |
| 8年 | 244.7 | <ul style="list-style-type: none"> ・8.4:20年債の四半期ごと入札の開始 ・8.10:国債決済、毎日決済に移行、T+7で開始 |
| 9年 | 258.0 | <ul style="list-style-type: none"> ・9.4:国債決済、T+3に移行 |
| 10年 | 295.2 | <ul style="list-style-type: none"> ・11.3:入札日程及び発行額の事前公表 ・11.3:国債の代表銘柄、指標銘柄から10年最長期国債へ |
| 11年 | 331.7 | <ul style="list-style-type: none"> ・11.4:TB・FB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 ・12.2:5年利付債の公募入札開始 |
| 12年 | 367.6 | <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 | 436.2 | <ul style="list-style-type: none"> ・13.4:非居住者が保有する国債の利子非課税制度の適用対象拡充 ・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 |

| 年度 | 国債残高 (兆円) | 国債市場制度改革の歩み |
|-----|----------------------|---|
| 14年 | 約414 (当初予算 へ入) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 14.4：非居住者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 |

3.2 「国債市場懇談会」における議論

平成12年9月から、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、市場関係者・有識者等から意見を聴取することを目的として、「国債市場懇談会」が財務省で開催されている^{3.3}。

「国債市場懇談会」における議論等については、会議の内容が掲載された、財務省のホームページ(<http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/top.htm>)に基づき、以下、説明を行うこととする。

3.2.1 メンバー（懇談会本体のみ、50音順、敬称略、メンバーの所属名は懇談会発足当時のもの）

第1回懇談会（平成12年9月18日）-第11回懇談会（平成13年9月20日）

ア 市場参加者

興銀証券株式会社、ゴールドマン・サックス証券会社、株式会社住友銀行、第一勧業証券株式会社、大和証券エスピーキャピタル・マーケット株式会社、ドイチェ証券会社、東京三菱証券株式会社、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社、野村證券株式会社、ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社、メリルリンチ証券会社

イ 学者・研究者

- ・ 翁 百合（日本総合研究所主席研究員）
- ・ 神田 秀樹（東京大学法学部教授）
- ・ 富田 俊基（野村総合研究所研究理事）
- ・ 中里 実（東京大学法学部教授）
- ・ 吉野 直行（慶應義塾大学経済学部教授）

^{3.3} 「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。

第12回懇談会（平成13年11月9日）-第16回懇談会（平成14年3月18日）

ア 市場参加者

株式会社三和銀行、株式会社富士銀行、クレディスイス ファーストボストン証券会社、ゴールドマン・サックス証券会社、新光証券株式会社、大和証券エスエムピーシー株式会社、東京三菱証券株式会社、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社、野村證券株式会社、みずほ証券株式会社、モルガン・スタンレー証券会社、UFJキャピタルマーケット証券株式会社

イ 学者・研究者

- ・ 翁 百合（日本総合研究所主席研究員）
- ・ 神田 秀樹（東京大学法学部教授）
- ・ 富田 俊基（野村総合研究所研究理事）
- ・ 中里 実（東京大学法学部教授）
- ・ 吉野 直行（慶應義塾大学経済学部教授）

平成14年4月以降

ア 市場参加者

株式会社みずほ銀行、株式会社UFJ銀行、クレディスイスファーストボストン証券会社、ゴールドマン・サックス証券会社、新光証券株式会社、大和証券エスエムピーシー株式会社、東京三菱証券株式会社、日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社、野村證券株式会社、ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社、みずほ証券株式会社、UFJキャピタルマーケット証券株式会社

イ 学者・研究者

- ・ 翁 百合（日本総合研究所主席研究員）
- ・ 神田 秀樹（東京大学法学部教授）
- ・ 富田 俊基（野村総合研究所研究理事）
- ・ 中里 実（東京大学法学部教授）
- ・ 吉野 直行（慶應義塾大学経済学部教授）

3.2.2 開催模様

国債市場懇談会でのテーマは、国債市場の整備に係わる問題点と、当面の国債発行計画をめぐる問題とに大きく分かれ、毎回両者並行して議論が行われてきた。

以下の国債市場懇談会の模様（図表3-2参照）については、財務省のホームページ上に公開されている、各会合の議事録から作成した。

図表 3 - 2 国債市場懇談会の模様

| | 開 催 月 日 | 主 な 内 容 |
|-------|-------------------------|--|
| 第 1 回 | 平成 12 年 9 月 18 日 (月) | <ul style="list-style-type: none"> ・メンバー紹介、座長選任 ・理財局から最近の国債発行等についての説明 ・国債発行のあり方及び国債市場の整備についての意見交換 |
| 第 2 回 | 平成 12 年 10 月 11 日 (水) | <ul style="list-style-type: none"> ・日本銀行から国債市場を巡る諸問題についての説明 ・国債の発行市場・流通市場整備等についての意見交換 |
| 第 3 回 | 平成 12 年 11 月 10 日 (金) | <ul style="list-style-type: none"> ・日興ソロモン・スミス・バーニー証券会社から、アメリカの国債市場についての説明 ・ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社から、ヨーロッパの国債市場についての説明 ・ドイツ証券会社から、ドイツの国債市場についての説明 ・個人投資家・非居住者の国債の商品性に関する意見交換 ・「国債市場の制度整備に関するワーキンググループ」の神田座長から会議の開催模様についての説明 ・理財局から 13 年発行財投債の市中発行についての説明 |
| 第 4 回 | 平成 12 年 12 月 5 日 (火) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から 13 年発行国債の論点についての説明 ・国債市場の在り方に関する意見交換 ・理財局から現在資金運用部が行っている国債の市中買入れについての説明 |
| 第 5 回 | 平成 13 年 1 月 17 日 (水) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から 13 年国債発行計画・関連する税制改正についての説明 ・株式会社住友銀行、大和証券エスピーキャピタルマーケッツ株式会社、野村證券株式会社から流動性向上のための方策についての説明 ・国債の流動性向上策についての意見交換 |
| 第 6 回 | 平成 13 年 2 月 27 日 (火) | <ul style="list-style-type: none"> ・主税局から国債に係る 13 年度税制改正についての説明 ・理財局から国債の利払い月についての説明 ・東京三菱証券株式会社、ゴールドマン・サックス証券会社から流動性向上のための方策についての説明 ・国債の流動性向上策についての意見交換 |
| 第 7 回 | 平成 13 年 3 月 27 日 (火) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から「流通市場における流動性向上のための提言」についての説明 ・国債の発行市場に関する意見交換 |

| | | |
|--------|-----------------------|--|
| 第 8 回 | 平成 13 年 5 月 9 日 (水) | <ul style="list-style-type: none"> ・当懇談会の今後の検討の仕方に関する意見交換 ・理財局から有価証券決済法制についての説明 ・モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券及び野村證券から米国の国債発行市場についての説明 ・国債の発行市場に関する意見交換 ・RTGS下での、フェイル・ルールについての意見交換 ・理財局及び日本銀行から流動性向上策の進捗状況についての説明 ・国債のTB・FBの入札最低価格についての説明 |
| 第 9 回 | 平成 13 年 6 月 13 日 (水) | <ul style="list-style-type: none"> ・大和証券エスエムピーシーから英国の国債発行市場についての説明 ・吉野委員から国債発行・インフレ連動債・マクロ経済との関係についての説明 ・翁委員から貯蓄国債についての説明 ・13年度の国債発行に関する意見交換 ・理財局から流動性向上策の進捗状況についての説明 |
| 第 10 回 | 平成 13 年 7 月 25 日 (水) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から欧米諸国の発行市場及び発行当局の取組み等についての説明 ・みずほ証券からインフレ連動債と貯蓄国債についての説明 ・日本証券業協会から、清算機関の創設及びフェイル・ルール整備についての説明 |
| 第 11 回 | 平成 13 年 9 月 20 日 (木) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から平成 14 年度税制における国債関連税制の要望についての説明 ・富田委員から国債管理政策についての説明 ・国債の発行市場についての意見交換 ・理財局から入札日程の公表方式についての説明 |
| 第 12 回 | 平成 13 年 11 月 9 日 (金) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から平成 13 年度補正予算に伴う国債の発行計画変更についての説明 ・東京証券取引所から長期国債先物取引の商品性見直し及び緊急時への対応等に関する説明 ・理財局から平成 14 年 1 月分入札日程の説明 ・国債の安定消化についての意見交換 ・理財局から清算機関の創設及び国債の情報提供拡充についての説明 ・中里委員から事業法人が受け取る国債利子の源泉徴収免除措置についての説明 |
| 第 13 回 | 平成 13 年 11 月 28 日 (水) | <ul style="list-style-type: none"> ・理財局から国債発行計画の基本的な考え方についての説明 ・理財局から個人向け国債の検討状況についての説明 |

| | | |
|--------|-----------------------|---|
| 第 14 回 | 平成 13 年 12 月 10 日 (月) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 理財局から個人向け国債の検討状況についての説明 ・ 14 年度国債発行計画に関する意見交換 ・ 理財局から買入償却についての説明 ・ 富田委員から国の債務管理の在り方についての説明 |
| 第 15 回 | 平成 14 年 2 月 5 日 (火) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 理財局から 14 年度国債発行計画及び国債関連の 14 年度税制改正についての説明 ・ 東京証券取引所から長期国債先物の商品性見直しについての説明 ・ みずほ証券から国債市場を巡る諸説についての説明 |
| 第 16 回 | 平成 14 年 3 月 18 日 (月) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 理財局から通常国会に提出された「証券決済制度等の改革による証券市場整備のための関係法律の整備等に関する法律案」の概要についての説明 ・ 国債市場の整備についての意見交換 ・ 理財局から平成 14 年度上期の市場参加者メンバー及び今後の選定基準等についての説明 |
| 第 17 回 | 平成 14 年 5 月 10 日 (金) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 新規メンバーから、当懇談会で取り上げるテーマ等についての説明 ・ 理財局から財政投融资改革を行う中で、財投機関債を導入するに至った経緯、財投機関債の発行額等についての説明 ・ 野村証券から財投機関債に対する市場からの見方・評価等についての説明 |
| 第 18 回 | 平成 14 年 6 月 25 日 (火) | <ul style="list-style-type: none"> ・ 理財局から「証券決済システム改革法」の国会審議の様相についての説明 ・ 理財局から「証券決済システム改革法」の成立を受けて実施されることとなるストリップス債、買入償却の具体的なオペレーションについての説明 ・ 理財局から個人向け国債の商品性についての説明 ・ 理財局から 6 月 20 日に開催した国際会議 (Debt Management Meeting) 及び平成 14 年度前期国債広告の実施についての説明 |

3.2.3 「流通市場における流動性向上のための提言」

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、理財局が懇談会メンバーから出された意見を集約した、次の「流通市場における流動性向上のための提言」に基づいて進められている（図表 3 - 3 参照）。

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、その内容について、論点を示す。

図表 3 - 3 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・振決）の振決一本化（＝完全ペーパーレス化の実現） |
| | ・ ストリップス債導入に向けた法整備 |
| | ・ 入札結果発表時間の繰り上げ |
| | ・ 入札日から発行日までの期間短縮 |
| | ・ 非居住者・外国法人の範囲の明確化と非課税申請方法の簡略化 |
| | ・ 源泉徴収制度の見直し 国内事業法人が受け取る公社債利子の源泉徴収免除 非居住者のレポ取引に係る源泉徴収制度見直し |
| 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（W I 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・ルールの整備 |
| | ・ R T G S の完全化 |

3.2.3.1 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

発行年限構成の工夫

国債の流動性を高めるための、国債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形成と、国債の平均発行年限がポイントである。

ア 国債の発行年限多様化及びベンチマーク形成

国債の発行年限多様化については、平成 11 年度には 1 年割引短期債、5 年中期利付債及び 30 年超長期利付債、平成 12 年度には 3 年中期割引債及び 15 年変動利付債が導入された。

国債のベンチマーク形成については、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（図表 3 - 4 を参照。）。

なお、国債市場懇談会で、多くの市場関係者から出された意見としては、国債のベンチマークについては、2・5・10 年とすることが適当ではないか、というものであった。

その他、市場関係者から、超長期国債については、20 年国債をベンチマークとし、30 年国債は平成 11 年度の発行開始から期間があまり経過していないので、流通状況を勘案しながら 20 年債への統合を検討することが適当ではないか、という意見が出された。

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形成のため、20 年債等の発行量の増加が喫緊の課題である。

図表 3 - 4 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 | | | | | | | | | | | | | | |
| T B 1 Y債 | | | | | | | | | | | | | | |
| T B 6 M債 | | | | | | | | | | | | | | |
| T B 3 M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。

イ 国債の平均発行年限

国債の平均発行年限については、国債の短期化が進みすぎると借換リスクが表面化するので、国債年限の長期化を打ち出すことが必要性があるのではないか、という意見が国債市場懇談会で出されている。

図表3-5は国債の平均発行年限について、平成以降の推移を示したものである。

中期国債の増発等の要因で、平成11年度までは基本的に短期化の方向にあるが、平成12年度-平成14年度は、一転して長期化させている。

国債の平均発行年限については、現在の超低金利下での長期の資金調達の観点からの発行年限の長期化の要請と、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題となっている（高田創、住友謙一[平成13年11月]『国債暴落』参照）。

財務省では、今後、国債の買入償却の柔軟化、金利スワップ取引の実施などの手段を用いて国債に関するより効率的な金利リスクの管理を行うこととしているが、国債の平均発行年限の在り方に関する検討過程や長期的な政策スタンスが明らかになっておらず、これらを明確にすることが財務省に求められるところである。

図表3-5 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。

保有形態の簡素化

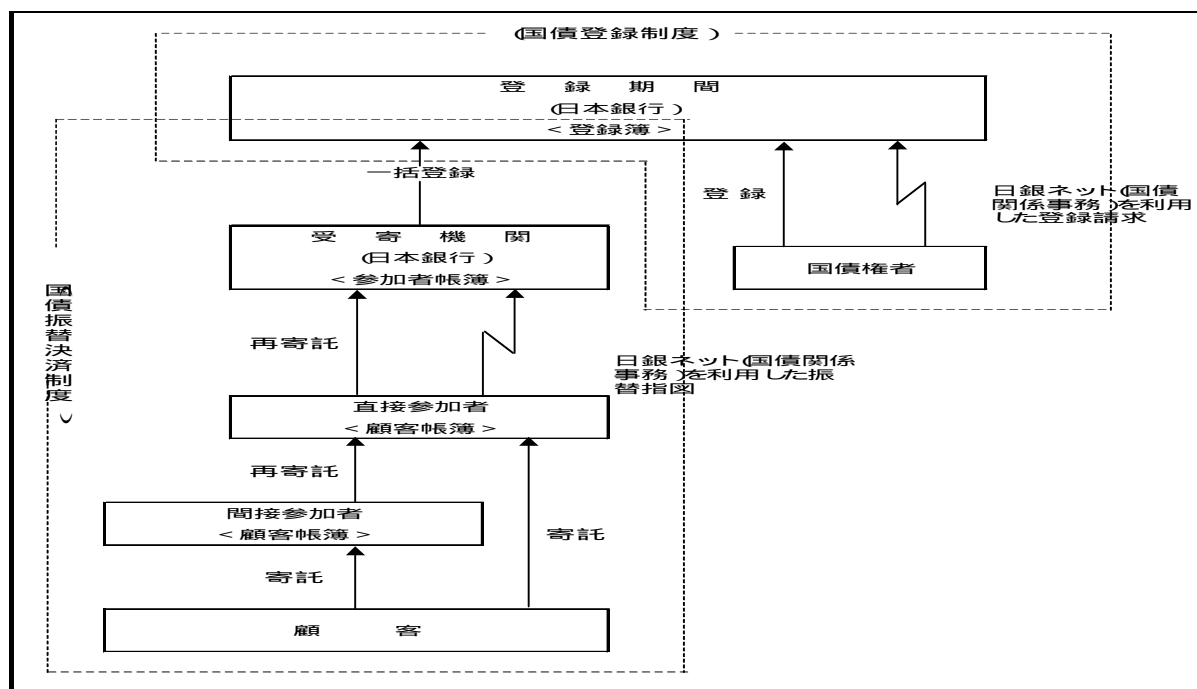
ア 保有形態の現状

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(国債登録制度と国債振替決済制度の仕組みは、図表3-6を参照)。

登録債・振込債・現物債の現存額の推移は、図表3-7のとおりであるが、RTGS導入(平成13年1月開始)された、平成12年度及び平成13年度については、振込債の比率が上昇している。

図表3 - 6 国債登録制度と国債振替決済制度との関係



上図「」の部分は、日銀ネット(国際関係事務)を利用した登録請求および振り替え指図を示す。

(備考) 日本銀行[平成9年]「日本銀行金融ネットワークシステム(国債関係事務)についてのディスクロージャー」『日本銀行月報』11月号から作成。

図表3 - 7 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 | 670,289 (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。

イ 国債保有の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、社債は各登録機関、CPは振替機関と、振替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に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、決済期間の短縮化（T+3 T+1）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整備のための「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、同月6月12日に公布となった（国債のペーパーレス化を含めほとんどの内容が、平成15年1月施行）。

したがって、国債保有形態（本券・登録・振決）の振決一本化による、国債のペーパーレス化については、平成15年1月にも実現することとなる。

いずれにせよ、公社債全体のT+1に向け、国債を含む公社債全体の完全ペーパーレス化の早期実現が期待されるところである。

ストリップス債導入に向けた法整備

ストリップス債は、利付国債を個別のクーポン及び元本に分離し、それぞれのキャッシュフロー（ストリップス）が別々に取引される債券である。

ストリップス債は、投資家のポートフォリオにおいて、様々なタームでのゼロ・クーポン債を柔軟に創出することが出来ることや、各年限のスポットレートを市場ベースで観察することが可能になることから、市場参加者や金融当局に重要な情報を提供する。

ストリップス債導入についても、平成14年6月5日に成立し、同月6月12日に公布となった、いわゆる「証券決済システム改革法」に盛り込まれているので、平成15年1月にも実現する予定である。

入札結果発表時間の繰上げ

入札については、入札締切時刻（通常 12:00）から結果の発表まで時間がかかりすぎ、取引ニーズの高い、入札当日の落札された国債の取引に支障があるとして、市場関係者から入札結果発表時間の繰上げの要望が出されていた。

入札結果発表時間については、次のとおり、平成 12 年 4 月以降、三度にわたる繰上げを実施している。

平成 12 年 4 月には、(14:30 14:00)に入札結果発表時間の繰上げを実施した。

また、平成 13 年 5 月から、(14:00 13:30)に時間を繰上げた。

さらに、平成 14 年 4 月から、(13:30 13:00)に時間を繰上げた。

入札日から発行日までの期間短縮

新しく発行される国債（新発債）については、通常、毎月 20 日（金融機関等の休業日の場合には翌営業日）に発行されるが、その発行日の数週間前（最大で 1 か月程度前）に入札が行われている。

このように入札日から発行日までの期間が長いことは、不確実性の増加につながることから、市場関係者からは入札日から発行日までの期間短縮が求められている。

財務省では、入札日から発行日までの期間短縮について、制度面・実務面・システム面等において、市場関係者や日本銀行とも協力しつつ検討しているとのことであるが、具体的な取組みが示されていないのが現状である。

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

非居住者は居住者とは異なる投資スタイルを採ると考えられるため、非居住者による国債保有の増加は、日本の国債市場のグローバル化、市場流動性の向上につながるものと考えられる。

しかし、我が国の非居住者による国債保有の比率は低く（3.5%：平成 13 年度末現在の資金循環統計の「海外」部門の数字）しかも、それらは外国の中央銀行の外貨準備としての性格を持つものが多いとみられている（前出、高田・住友〔平成 13 年〕参照）。

そのため、我が国の発行当局にとって、非居住者の国債保有のための改善については、非居住者保有の多い欧米諸国よりも積極的でなかったものとみられる。

国債市場懇談会での指摘を受け、非居住者に英語版の非課税制度の解説資料配布等により、非居住者・外国法人の範囲の明確化を図ると共に、非居住者の非課税申請については、日本銀行及び税務当局の処理の迅速化が図られるようになった。

さらに、平成 14 年度の税制改正において、非居住者・外国法人の認定が困難になりがちな、法人格をもたない非居住者・外国法人保有国債利子の非課税要望を受け、海外の「証券投資信託」が保有する国債利子の非課税化の実現が図れることになった。

源泉徴収制度の見直し

ア 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等は源泉徴収が免除されているのに対し(図表3-8参照)、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いる。

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、金融機関等が保有する「非課税玉」と市場が分断され、著しく流動性が低くなっている。

国債を含め公社債利子の源泉徴収の解消が、公社債全体の流動性向上につながるため、国債発行当局である財務省理財局は、本件について、税務当局である財務省主税局に「税制改正要望」を提出しているが、実現していない。

財政全体について、国債発行当局と税務当局との整合性のある施策の実施が必要である。

図表3-8 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。

イ 非居住者のレポ取引に係る源泉徴収制度見直し

非居住者による国債保有の増加を図るため、我が国においても欧米諸国と同様に、非居住者の保有国債の利子課税についての見直しを行い、平成11年9月から、一定の要件の下に、一括登録国債^{3.4}の利子について非課税の適用を受けられるようになった。

また、平成13年4月には、非課税とならなかった非居住者のうち、一定の条件を満たすグローバル・カस्टディアンと呼ばれる複数通貨の金融商品の保管・元利金支払等の業務を行う海外金融機関等を通じて日本国債を保有する場合にも、利子非課税となるように制度の拡充が図られた。

さらに、平成14年度の税制改正において、国債を用いた海外投資家との間のレポ取引の非課税化が実現することとなった。

^{3.4} 対象者が、日本銀行や国債振替決済制度に参加している銀行・証券会社を通じて混蔵寄託している国債で、銘柄ごとに一括して日本銀行の名称で登録を受けているものを指す。

3.2.3.2 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 入札方式の統一化の検討

入札方式^{3.5}については、一般的に、「ダッチ方式」と「コンベンショナル方式」とがある。

ダッチ方式及びコンベンショナル方式とも、応札価格が高い（落札利回りが低い）ものから応札額を累計し、発行総額を満たしたところまでを落札対象とするが、ダッチ方式は、落札額全額を最低落札価格（最高落札利回り）でという単一条件で発行するものであり、落札者は自らの入札価格・入札利回りの如何にかかわらず単一の発行条件で取得することになる。一方、コンベンショナル方式は、各落札者が自らの入札価格・入札利回りに応じて取得するもので、落札者ごとに発行条件は異なる。

現在、30年債及び15年変動利付債については利回り入札のダッチ方式（単一価格方式）、その他の国債については、価格入札のコンベンショナル方式（複数価格方式）であるが、どちらか効率的な方式に統一する必要があるのではないかと考えられる。

入札方式については、市場実勢が重視されること、安定的な落札がなされること、などから検討する必要があり、ダッチ方式かコンベンショナル方式のどちらの方式が適切かについては、学界・実務界でコンセンサスが形成されている訳ではない。

世界的にみると、ダッチ方式よりもコンベンショナル方式を採用する国のほうが多い。

しかし、変動利付債、超長期債などフェアバリューの評価が比較的困難なものはダッチ方式を採用している。

^{3.5} 入札方式で、価格入札は、発行者が予め表面金利、発行予定額を設定してオファーを行い、入札参加者が希望する価格帯と金額を入札する方式である。

利回り（イールド）入札は、発行者は表面金利を設定せず、発行予定額のみを明らかにしてオファーを行い、入札希望者は希望する利回りに所要額を入札する方式である。

リオープン方式の拡充等の検討

リオープンについては、第2章で説明したように、一般に、新発債を、既発債と名称・記号、償還期日、利子支払期及び利子額をそろえて発行することにより、その発行日において銘柄統合を行う制度である。

同一の債券として追加発行されるため、既発債の発行サイズ・流通量が追加発行後に増加することで、一般的に、カレント銘柄の市場流動性が高まり、ベンチマーク銘柄として機能しやすくなる。

平成13年3月債からすべての利付債についてリオープン制度が導入され^{3.6}、発行日の即時統合が可能になった。

我が国におけるリオープンの方式は、リオープンの有無が、入札直前に決定・公表される方式である。

今後、ベンチマーク銘柄を計画的に育成するためには、パー発行からの乖離が市場関係者から理解されるならば、米国・フランスなどが採用している、リオープンの有無が、前年度末や前四半期末に事前に公表され、定例的に実施される、いわゆる、定例リオープンの導入も、検討する必要がある。

入札日前取引（W I (When-Issued)取引）の検討

W I取引は、入札条件（入札日やクーポン、発行額、償還日、利払日等）が公表されてから入札日までの取引を指し、決済と引渡しは発行日に行われる制度である。

W I取引は、入札が行われる前に新発債の需要動向に対する市場の見方が取引価格に反映されるため、落札価格の予測値として機能する。

日本以外の欧米主要国では入札日前取引を実施している。

日本では、入札日に発行条件が発表され、入札日から発行までの期間が長いこと、投資家のクーポン選好・パー嗜好から（副島豊ほか〔平成13年7月〕「国債流通市場と発行市場のリンケージ強化」による。）入札の方法を大幅に変更しないと、W I取引の実施は困難と考えられる。

^{3.6} 従来から、2つの銘柄を統合する制度として、「銘柄統合制度」が存在した。同制度では、銘柄が統合されるのは初期利払い日以降であり、それ以前は形式上別証券として扱われた。馬場ほか〔平成13年11月〕「90年代後半におけるわが国金融構造の変化に関する考察」参照。

シ団制度の在り方の検討

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。

他の先進諸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る。

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 年国債のシ団引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%）に引下げを行うと共に、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、シ団引受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引受制度については見直しよりも廃止し、代わって、欧米で既の実施されているプライマリー・ディーラー制度（P48-P49 参照）の導入が必要と考えられる。

3.2.3.3 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、国債市場における売買決済を行う際に、証券会社・金融機関の間に立って決済の履行を保証したり、証券取引の照合、相殺決済（ネットィング）等を行うための機関である。

次の で述べる R T G S の導入に伴い、国債の決済リスクは減少する一方、決済に係る資金・債券の量が増加するという、R T G S のデメリットを解消するため、市場参加者からは、資金決済の効率化・標準化等のために清算機関の創設が求められている。

国債市場懇談会の提言を受け、日本証券業協会において、市場関係者を集めた「国債の清算機関等に関する勉強会」を開催して検討を行っている。

その結果、市場参加者の利便性向上、国債市場の流動性向上が図られることから、国債清算機関の創設の必要性が確認され、その後、我が国における国債の清算機関設立のための検討を進めている。

具体的には、アメリカで政府債等の清算業務を行う G S S C (The Government Securities Clearing Corporation) を清算機関のイメージとして、設立のための検討を行っている(福本葵[平成14年1月]「国債の R T G S の現状と課題」による)。

しかしながら、清算機関創設までの具体的なスケジュールが未だ示されていないなど工程が不透明であり、早急に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5日に成立した、いわゆる「証券決済システム改革法」においても、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。

なお、「証券決済システム改革法」では、既に説明した、国債のペーパーレス化、ストリップ債の導入、清算機関の創設のほかに、個人向け国債の発行、金利スワップ取引の実施、国債の買入消却の導入、などの改正が盛り込まれている。

フェイル・ルールの整備

フェイル慣行とは決済の繰り延べであり、決済期限までに受け渡しが出来ない場合に、一定のペナルティーを支払うことにより、受け渡しを延期できるという市場慣行である。

フェイルは、一般に、売り方フェイルと買い方フェイルとがある。

売り方フェイルとは、決済日になっても売買対象となっている債券を引き渡せないことである。買い方フェイルとは、決済日になっても代金を引き渡せないことである。

フェイル慣行は、欧米諸国では一般的に行われてきたが、我が国においては、平成13年1月に実施された、次の で説明する R T G S 実施に伴い、認められるようになった。

平成13年1月から平成13年12月までのフェイルは、4,340件発生し、同期間の国債 DVP 決済件数 2,059,786 件に対して、0.21%の発生率となっている(日本銀行[平成14年2月]『日本銀行調査月報』から算出した。)

フェイル慣行は、証券会社間の取引では一般的であるが、銀行や官公庁などの投資家と

の取引では、フェイルを避ける傾向があるといわれている(前出、福本[平成14年]参照)。

日本証券業協会では、現在のフェイル・ルールについて市場参加者に周知徹底を図るとともに、フェイル・コストの定義や事務ミスによるフェイルの場合におけるペナルティー等現在のフェイル・ルールの整備を行うこととしている。

RTGSの完全化

RTGSは、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である。

RTGSの導入以前に行われていた、時点ネット決済では毎日一定の時点までの時点までの取引先の支払い指図が留め置かれ、その時点までの総受取額と総支払額の差額のみが当座預金の振替で決済される。

時点ネット決済は、個別の金融機関にとっては資金効率上都合が良いが、一つの金融機関の支払い不能になると、すべての金融機関の決済が停止する、いわゆる、「システムック・リスク」が発生するデメリットが大きいいため、RTGSの導入が行われた。

しかしながら、RTGS化はシステムック・リスクが防げる一方、決済量が増加する可能性があるため、今後、A.フェイル・ルールの慣行、B.標準的な決済テーブルの作成等迅速かつ円滑な決済を導入するための慣行、C.決済当事者間の複数決済のネットティング等による決済金額・決済件数の短縮等が指摘されている(馬場ほか[平成13年]「90年代後半におけるわが国金融構造の変化に関する考察」参照)。

RTGSは平成13年1月から稼働を開始しているが、一部RTGS化されていない決済事務を残している。

このうち、平成13年4月24日に日本銀行が公表した資料(「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」)では、特にRTGS化のニーズが強く、平成14年央を目途にRTGS化が実現することとしていた、「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」については、平成14年6月10日にRTGS化されるようになった。

3.3 その他流動性向上のための論点

ここでは、3.2.3の「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、その他国債市場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。

3.3.1 電子取引が金融市場構造に及ぼす影響

情報通信技術の発達を背景に金融市場においても取引の電子化が進んでいる。

金融市場における電子取引化の進展は、業務効率性の向上、単純なブローキング業務の代替、業者間市場と対顧客市場の区別の曖昧化、取引の集中、などの影響をもたらすと言われている（BISグローバル金融システム委員会により設立されたG10中央銀行のワーキンググループ〔平成13年〕「金融市場における電子取引のイノベーション（日本銀行仮訳）」及び金融市場局金融市場課市場企画グループ〔平成13年〕「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」参照。）

業務効率性の向上については、人件費削減などによる取引手数料の低下、約定を行う段階で取引内容を電子化し、その後の処理、すなわち、約定の内容や決済方法の確認事務やポジションの管理、決済の実行など、フロント事務からバック事務まで含めた一連業務のSTP化^{3.7}に繋がりが得ることが指摘できる。

単純なブローキング業務の代替については、電子取引システムは、情報の伝達・情報処理を大幅に改善するため、特に顧客の取引注文を他の取引相手や取引所につなぐだけの単純なブローキング業務は代替されやすくなる。

業者間市場と対顧客市場の区別の曖昧化については、電子取引のシステムの広範化により、顧客が直接アクセス可能な市場が増加するため、業者間市場との区別が曖昧になる。

さらに、顧客が直接業者間市場に参加できなくとも、業者間市場の透明性が高まることにより、対顧客市場の透明性向上にもつながる。

取引の集中傾向については、電子取引は取扱量が増加しても追加的な費用の発生は少ないことや、いったん注文が集まりはじめると流動性が高い市場であるとの評価を受けて、さらに取引が集まるという特徴があることから、一つのシステムに取引が集中することが考えられる。

^{3.7} Straight Through Processing の略。約定から決済までの事務処理を、人手や電話・ファクス等を介さずに、すべてオンライン化されたコンピュータで処理すること。

3.3.2 我が国における国債電子取引

3.3.2.1 業者間システム

我が国の業者間システムについては、日本の国債市場における業者間取引の国内最大手の証券会社が、平成 12 年 6 月から短期国債及び政府短期証券を対象として、取引の一部を電子化したシステムの提供を開始した。

その後、平成 12 年度-平成 13 年度にかけて、外資系の証券会社数社が国債の業者間取引を開始している。

3.3.2.2 顧客システム

証券業者が機関投資家などに提供するシステムについては、平成 12 年 7 月に外資系の証券会社 2 社が、そして、平成 12 年 11 月に国内大手証券会社 1 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ている。

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。

3.3.2.3 国債電子取引全般の評価

このように、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、現段階では、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、国債電子取引は、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（前出、金融市場局金融市場課市場企画グループ [平成 13 年] を参照。）

さらに、電話での取引にくらべて、取引出来る国債の種類が限定されていたり、非課税取引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喫緊の課題である。

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。

3.4 まとめ

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、リオープンの実施、シ団引受制度の見直し、などである。

早ければ平成15年1月にも、国債保有のペーパーレス化、ストリップ債の導入も実現し、国債市場の一層の整備が図られることになる。

しかしながら、第2章で説明した、BISが行った先進主要国の国債市場の流動性に関する研究成果をみても、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、これらの改革は本格的な国債市場制度改革の入り口に過ぎない。

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が、具体的な改善策の方向性さえ未だ示されないものもあり、その実現には多くの日数と努力を要するものと考えられる。

これらの改善策については、提言項目の更なる絞込みなどして、実現のためのタイムスケジュール・工程表を示して検討することが必要と考えられる。

また、1年単位で、改善施策の進捗状況を見ながら、同提言のうち、特に、「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」についての見直しも必要であろう。

ここでは、国債の市場流動性向上のため、国債の発行年限が近年多様化し、さらに、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、投資家にとって最も重要な商品性の向上施策については、まずは、超長期国債のベンチマーク形成のため、20年債等の発行量の増加が喫緊の課題であることを指摘しておく。

さらに、国債市場のインフラ整備については、情報通信技術を活用した国債電子取引の拡大が国債取引の透明性の向上及び競争の推進につながって、国債の流動性の向上をもたらすものと考えられる。

また、ともすれば、財務省及び日本銀行に偏りがちな流動性向上施策だけではなく、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についても、大きな期待がかけられるところである。

市場参加者は、事務処理プロセス、法的・会計上の取扱い等実務面のノウハウを数多く持っており、財務省及び日本銀行と市場参加者とが連携して、市場主導型の改善策を実施することにより、市場流動性の高い国債市場の実現が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 財務省[2002] 「国債及び借入金並びに政府保証債務残高」
(<http://www.mof.go.jp/gbb/1309.htm>)
- 4 財務省[2002] 「国債 Q & A 」 (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/qa/top.htm>)
- 5 野村総合研究所[2001] 『公社債要覧』2001年版、野村総合研究所
- 6 日本証券業協会[各年] 「公社債種類別店頭売買高」
(<http://www.jsda.or.jp/html/toukei/saiken/srb/srbh09h13d.pdf>)
- 7 東京証券取引所[各年] 『証券統計年報』及び[各月] 『東証統計月報』
- 8 内閣府経済社会総合研究所[各年] 『国民経済計算年報』財務省印刷局、及び「SNAメニュー 1. 統計資料」 (<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/toukei.html#qe>)
- 9 日本証券業協会[各月] 『証券業報』
- 10 富田俊基 [2001] 『日本国債の研究』、東洋経済新報社
- 11 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
- 12 日本銀行 [2002] 「資金循環統計の FAQ」 (<http://www.boj.or.jp/siryu/exp/faqsj03.htm>)
- 13 日本銀行 [各年] 「資金循環統計」 (http://www.boj.or.jp/siryu/siryu_f.htm)
- 14 日本証券業協会[各年] 「公社債投資家別売買高」
(<http://www.jsda.or.jp/html/toukei/saiken/tkb/tkbh11h13d.pdf>)
- 15 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
- 16 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
- 17 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
- 18 経済企画庁編 [2000] 『平成 12 年版経済白書』、大蔵省印刷局
- 19 須藤時仁 [2000] 「国債の発行制度と市場流動性」『証券レビュー』第 40 巻第 4 号、財団法人日本証券経済研究所
- 20 財務省 [2002] 「国債市場懇談会 議事要旨」
(<http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/top.htm>)

- 21 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>)
- 22 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>)
- 23 日本相互証券株式会社 [2002] 「沿革」 (<http://www.bb.jbts.co.jp/profile/index.html>)
- 24 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
- 25 日本銀行 [1997] 「日本銀行金融ネットワークシステム(国債関係事務)についてのディスクロー
ジャー」 『日本銀行月報』 11 月号
- 26 財務省 [2002] 国債発行額 (市中消化分) の推移 (実績[△]-入) 」
(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/hakou04.pdf>)
- 27 日本銀行 [2002] 『金融経済統計月報』 4 月号
- 28 副島豊・花尻哲郎・嶋谷毅 [2001] 「国債流通市場と発行市場のリンケージ強化」 『日本銀行金
融市場局ワーキングペーパーシリーズ』 2001-J-2
- 29 福本葵 [2002] 「国債の R T G S の現状と課題」 『証券経済研究』 第 35 号、
財団法人日本証券経済研究所
- 30 日本銀行 [2002] 『日本銀行調査月報』 2 月号
- 31 馬場直彦・西崎健司・稲村保成・清水季子 [2001] 「90 年代後半におけるわが国金融構造の変
化に関する考察」 『日本銀行金融市場局マーケット・レビュー』 2001-J-11
- 32 日本銀行 [2001] 「国債決済の R T G S 化に関する追加措置等の実施スケジュールについ
て」 (http://www.boj.or.jp/siryu/siryu_f.htm)
- 33 BIS グローバル金融システム委員会により設立された G10 中央銀行のワーキンググループ [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) 」、日本銀行
- 34 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
- 35 エンサイドットコム証券株式会社 [2002] 「プレスリリース」
(<http://www.yensai.com/info/index.htm>)
- 36 BIS(1999) "Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications" ,paper by
the Committee on the Global Financial System
- 37 Inoue, Hirotaka (1999) "The Structure of Government Securities Markets in G10
Countries :Summary of Questionnaire Results",BIS CGFS Study Group on Market
Liquidity