

四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行

中島 将隆

1 シ団引受発行の廃止

平成一七年一二月一九日に開催された「国債発行世話人会」において、平成一八年度以降、国債募集引受団（シ団）による一〇年国債発行が廃止された。そして、一〇年国債は国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）の下で発行されることになった。日本版プライマリー・ディーラー制度は平成一六年一〇月に創設され、他の国債は既に公募入札によって発行されている。従って、今年度から全ての国債は公募入札で発行されることになったのである。

日本の国債は、長らくの間、発行される国債は一〇年国債が中心で、一〇年国債はシ団引受によって発行されてきた。戦後の国債発行は昭和四〇年度から再開されるが、国債の発行方式を巡って議論される中、金融制度調査会は政府保証債の発行と同じく金融機関に対する割当発行が一番現実的な発行方式である、と答申した。この答申に基づいて、長期国債はシ団引受によって発行されることになった。シ団引受は金融機関に対する割当発行であり、公募発行とは異なる日本固有の発行方式である。また、長らくの間、発行される国債は一〇年国債のみであった。昭和五一年から五年割引国債が発行されるが、発行額は年間三〇〇億円に限定されていた。国債種類の多様化が進み、公募発行が増加するのは昭和五〇年代後半以降のことである。

国債シ団引受発行は、世界に例を見ない日本固有の発行方式である。そして、この発行方式は、日本の国債管

理と金融政策と密接に関連していた。シ団引受発行の歴史は、日本の国債管理と金融政策の歴史でもある。この発行方式は廃止されたということは、国債管理と金融政策の変貌を象徴するだけでない。シ団引受の歴史的役割も終わった、ということである。ここでは、四〇年の歴史を持つシ団引受の歴史的役割を振り返り、日本版プライマリー・デューラー制度導入の意義を考えてみたい。

2 シ団引受の二つの役割

国債のシ団引受発行には二つの役割がある。一つは財政資金の安定調達を保証するものであり、もう一つは長期金利の指標となる一〇年国債の応募者利回りを決定する役割である。この役割を具体的に検討してみよう。

まず、シ団引受発行は財政資金の安定調達方法であり、政府にとって極めて都合のよい国債発行方式である。シ団引受発行では金融機関の資金力に応じて国債の引受分担率が決定されている。従って、国債発行額が決定されると、引受分担率に応じてシ団メンバーに機械的に引受額が割り当てられる。割当てられた国債は金融機関が引受け、自ら取得することになっている。従って、募集残が発生することなく全額が市中消化されることになる。シ団引受発行は、全額市中消化を保障する政府にとって極めて都合のよい発行方式である。

次に、シ団引受は長期金利の指標金利を決定する機構である。改めて繰り返すことでもないが、長期金利の指標は一〇年国債の応募者利回りである。この長期金利の指標である一〇年国債はシ団引受によって発行される。従って、シ団引受発行方式が長期金利の決定機構である。

昭和五〇年代中頃までのシ団引受には次のような特徴があった。まず、シ団引受発行が強制割当発行となっていた点である。国債は市場実勢を無視して低利で発行され流動性を奪われていたが、引受金融機関は国債を「こ

用金」と考えて引受けていた。次に、シ団引受発行が人為的低金利政策の支持機構となっていたことである。国債は強制割当によって発行されるから、国債の応募者利回りを人為的に低利に決定することが可能である。国債金利は規制金利体系の中心となる金利であるから、各種の規制金利は一〇年国債の応募者利回りを中心にして国債金利とバランスを取って、人為的に決定されていたのである。

かくて、昭和五〇年代中頃までは、シ団引受は統制的引受機構であり、政府の人為的低金利政策の支持機構であった。国債管理と金融政策は密接不可分離の関係にあり、金融政策は財政政策の侍女であった。

3 シ団引受発行の変貌

(1) シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大

戦時金融統制の名残とも言うべき統制的引受機構は、昭和五〇年代中頃から徐々に変貌していく。まず、シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大である。昭和四〇年度から五二年度まで全額がシ団引受で発行され、発行額も増加を続けていた。ところが、昭和五五年度からシ団引受額の減額が始まる。図表1でみるように、昭和五五

図表1 昭和50年代におけるシ団引受の特徴

(単位：億円、%)

昭和年度	新規国債発行額A (収入金ベース)	シ団引受B	公募入札	民間消化計C	B/C	B/A
50	52,805	44,405	—	44,405	100.0	84.1
51	71,982	61,844	—	61,844	100.0	85.9
52	95,612	85,612	—	85,612	100.0	89.5
53	106,740	93,740	10,000	103,740	90.4	87.8
54	134,720	97,720	10,359	108,079	90.4	72.5
55	141,702	84,702	17,316	102,018	83.0	59.8
56	128,999	55,191	20,206	84,759	65.1	42.8
57	140,447	73,797	22,009	103,447	71.3	52.5
58	134,863	57,174	30,349	97,863	58.4	42.4
59	127,813	67,164	22,750	89,963	74.7	52.5
60	123,080	58,700	16,292	76,529	76.7	47.7

(出所)『財政アーターブック』平成15年度版より作成

年度の国債発行額をみると前年の五四年度を上回っている。ところが、逆に昭和五四年度のシ団引受額は減少している。また、民間消化に占めるシ団引受の割合は五四年度の九〇・四％に対して、五五年度は八三・〇％に減少している。そして、この変化は五〇年代末には一段と顕著となりシ団引受額・シ団引受割合はピーク時の約半分近くにまで減少しているのである。

シ団引受発行に代わって公募発行が拡大していく。図表2をみると、昭和五〇年代中頃から国債種類の多様化が進み、公募発行が拡大していることがわかる。三年国債、二年国債、四年国債が相次いで公募で発行されるようになった。五年割引国債のみシ団引受で発行されたが、発行額は興長銀の反対で年間三〇〇〇億円に限定されていた。五年利付国債が公募で発行されるのは、長短金融分離原則が撤廃された平成一一年からである。

公募発行の拡大と共に一〇年国債の相対的地位は更に低下する(図表3)。バブル崩壊後、史上空前の国債が増発され、一〇年国債の発行額は再び増加していく。しかしながら、市中消化分についてみると、一〇年国債のシェアは平成三年度の七八・七％から平成一七年度には二五・四％にまで激減しているのである。一〇年国債に代わって公募発行による国債が激増し、とりわけ五年利付国債のウェイトが最大である。

(2) シ団引受発行の公募化

昭和五〇年代中頃以降、シ団引受発行額は減少していった。しかし、シ団引受発行の統制的性質は温存されていた。だが、この性質も次第に変貌し、限りなく公募発行に近い発行方式に変化していく。

まず、昭和六二年一月、シ団引受に引受額入札方式が導入されたことである。図表4でみるように、昭和六二年一〇月までは全額が固定シェアで発行されていた。ところが、この時点からシ団引受で発行される総額の二

図表2 国債の年限と種類別発行の推移

年限・種類	昭40 年度	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59
30年債																				
20年債																			△	
15年変動利付債																		△	△	△
10年債							●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
7年債	●	●	●	●	●	●	●													
6年債																	△			
5年利付債																				
5年割引債											●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
4年債																○	○	○	○	○
3年利付債														○	○	○	○	○	○	○
3年割引債																				
2年債															○	○	○	○	○	○
TB1Y																				
TB6M																				
TB3M																				
個人向け国債																				

年限・種類	60	61	62	63	平元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
30年債															○	○	○	
20年債	●	○	○	○	○△	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
15年変動利付債	△															○	○	
10年債	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	
7年債																		
6年債									○	○	○	○	○	○	○	○		
5年利付債															○	○	○	
5年割引債	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●		
4年債	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		
3年利付債	○	○	○	○	○	○	○											
3年割引債																○	○	
2年債	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
TB1Y															○	○	○	
TB6M	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
TB3M					○	○	○	○	○	○	○	○	○	○				
個人向け国債																		

(注) ○：公募
●：シ団引受
△：私募

(出所) 財務省資料 <http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/siryou/a131210c.pdf>

○%が入札で発行されるようになった。固定シェアによる発行が大きく変化したのである。もともと、この時点では、一〇年国債の発行条件は政府が決定していた。

次に、平成元年四月、価格競争入札方式が導入された。価格競争入札方式のもつ画期的な意義は、シ団引受で発行される国債発行条件が競争入札によって決定される、という点にある。入札で決定された発行条件で、入札発行部分だけでなく固定シェアで発行される国債も、入札で決定された条件で発行されることになったのである。

更に、価格競争入札のシェアは年を追って拡大していく。価格競争入札方式が導入された平成元年四月時点では、競争入札シェアは四〇%であった。ところが

図表3 10年国債発行額の比重低下（市中消化分・実績ベース）

（単位：億円、%）

年度	10年国債		5年利付国債		2年国債		合計	
	発行額A	シェアA/D	発行額B	シェア	発行額C	シェア	発行額D	シェア
平成元	73,134	73.8	—	—	13,945	14.1	99,102	100.0
2	85,511	75.6	—	—	15,391	13.6	113,146	100.0
3	89,989	78.7	—	—	12,964	11.3	114,307	100.0
4	97,000	78.2	—	—	15,066	12.1	124,056	100.0
5	111,686	65.9	—	—	14,705	8.7	169,353	100.0
6	122,000	59.7	—	—	16,000	7.8	204,391	100.0
7	130,000	53.7	—	—	21,561	8.9	242,061	100.0
8	128,000	62.3	—	—	10,802	5.3	205,433	100.0
9	132,310	60.3	—	—	13,200	6.0	219,510	100.0
10	181,000	53.7	—	—	26,900	8.0	336,900	100.0
11	151,130	37.9	26,001	6.5	88,973	22.3	399,035	100.0
12	163,000	32.3	94,030	18.6	131,939	26.1	504,886	100.0
13	204,000	31.5	196,234	30.3	168,000	25.9	648,155	100.0
14	215,487	28.3	227,501	29.8	207,852	27.3	762,270	100.0
15	220,487	29.6	216,000	29.0	182,706	24.5	744,506	100.0
16	218,079	28.7	213,964	28.2	180,002	23.7	759,962	100.0
17	228,000	25.4	240,000	26.8	204,000	22.8	896,000	100.0
18	240,000	25.5	252,000	26.8	216,000	22.9	942,000	100.0

（出所）財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/hakou04.pdf>より作成

（注1）短期国債を除く

（注2）発行額合計には30年債、20年債、15年変動利付債、10年物価連動債、5年債、5年割引債、4年債、3年割引債を含む。

（注3）17年度は補正、18年度は当初予算。

図表4 シ団引受発行の変貌

	固定シェア(%)	引受額入札のシェア(%)	価格競争入札のシェア(%)
全額固定シェア			
昭和41年1月～62年10月	100	—	—
引受額入札方式の導入			
昭和62年11月～平成元年3月	80	20	—
価格競争入札方式の導入			
平成元年4月～2年9月	60	—	40
価格競争入札のシェア拡大			
平成元年4月～2年9月	60	—	40
平成2年10月～14年3月	40	—	60
平成14年4月～	38	—	62
平成14年5月～	25	—	75
平成15年5月～	20	—	80
平成16年5月～	15	—	85
平成17年4月～	10	—	90
シ団引受発行の廃止			
平成18年3月			

(注) 財務省『日本国債ガイドブック』(2004)、齋藤馨「平成18年度国債発行計画について」『ファイナンス』2006年3月号等より作成

図表5 シ団引受手数料の推移

期間	手数料
昭和41年4月～昭和46年12月	50銭
昭和47年1月～昭和53年3月	55銭
昭和53年4月～昭和58年3月	60銭
昭和58年4月～昭和61年3月	70銭
昭和61年4月～平成14年4月	63銭
平成14年5月～平成16年4月	39銭
平成16年5月～	23銭

(出所) 齋藤馨「平成18年度国債発行計画について」『ファイナンス』2006年3月号より作成

翌年四月には六〇%、平成一五年五月には八〇%に拡大し、平成一七年四月からは終に九〇%になり、固定シェアによる発行は僅か一〇%に激減したのである。

また、シ団引受手数料も引き下げられた。図表5でみるように、昭和五〇年代末の引受手数料は七〇銭であったが、その後、引き下げられて平成一六年五月から二三銭になった。この手数料は、現実には、応札価格に上乘せされ実質的な意味を失っていくのである。

こうした変化が意味することは、従来の統制的引受機構という性質が大きく変貌し、シ団引受が限りなく公募発行に近い性質を持つ発行方式に変貌したということである。発行額の九〇%が入札で発行され、かつ、発行条件も入札によって決定され

る。シ団引受という大枠は残っているものの、その性質は限りなく公募発行に近い発行方式に変貌を遂げたのである。

(3) なぜシ団引受の性質が変貌したか

では、なぜ、シ団引受発行の性質が変貌を遂げたのであろうか。なぜ、昭和五〇年代中頃以降に、この変化が生じたのであろうか。

まず、強制割当発行の限界である。昭和五〇年度の補正予算段階から国債大量発行が開始され、国債は金融機関に対する強制割当によって発行された。国債消化が金融機関中心であれば、国債発行余力は金融機関の資金力によって限界を画されることになる。昭和五四年度にこの限界が顕在化した。昭和五四年度には都銀の国債引受額は預金純増額を上回ったのである。金融機関中心の国債消化は、その限度に直面したのであった。その結果、昭和五五年度の国債発行額は前年度を上回っているにもかかわらず、前述したように、シ団引受発行額を圧縮せざるをえなかった。シ団引受発行は、以後、国債大量発行が継続するにもかかわらず減少するのは、金融機関の資金力に依存する国債発行余力が限度に達したからであった。

次に、低利国債引受の限界である。長らくの間、人為的低金利政策によって国債の応募者利回りと流通利回りは乖離していた。市場金利以下の水準で発行される国債は、金融機関にとっては不良債権であり、限度を超える、金融機関の経営を圧迫する。昭和五六年六月から八月までの間、シ団金融機関は「かかる低利の国債を引き受けることは預金者に対する背徳行為である」として、国債の引受を拒否したのである。この時点から、休債は日常化する。乖離が発生すると、しかも乖離幅が僅かであっても、シ団金融機関は国債引受を拒否し、休債は五

七年七月、五八年二月、五八年七月、五九年六、七月と日常化していったのである。

休債が日常化した意味は、政府は低利国債の強制割当発行が不可能になったという事である。市場実勢を尊重して発行条件を決めなければ、国債発行が不可能になったのである。この時点で、日本の国債管理と金融政策は一大転換をとげる。人為的低金利政策を維持することが不可能となり、金融市場の制約にしたがって国債を発行せざるを得なくなったからである。この時点で、金融政策は財政政策から独立性を獲得した、といえよう。「日本版アコード」が成立したのである。だが、日本の特徴はアコードの成立時点が明確ではない。政府は財政負担軽減のため可能な限り低利国債発行に固執し、国債金利の自由化は「しぶしぶ」、「いやいやながら」認めざるを得ない状況に追い詰められたからである。アコードの成立時点は明確ではないが、昭和五〇年代末には乖離が生しなくなったから、金融政策の独立性獲得の時点は、昭和五〇年代末と断定することができよう。

4 なぜシ団引受は廃止されたか

(1) シ団引受を巡る問題点

昭和五〇年代中頃以降、シ団引受発行は限りなく公募に近い発行方式になった。また、長期金利の指標である一〇年国債の応募者利回りも完全自由化された。にもかかわらず、これまでシ団引受の是非を巡って様々の問題点が議論されてきた。では、シ団引受の何が問題であったのだろうか。また、シ団引受が廃止された理由は何処にあったのだろうか。

シ団引受を巡る論点を「国債市場懇談会」の議事録から抜粋してみよう。

① 存続論

- ・「現実としてシ団方式はマーケット原理を歪めているわけでもなく、また、これだけ財政事情が厳しくなっている中で、今、敢えて廃止する必要は無いと言える。また、引受手数料については、テクニカルな問題であり、手数料の額を引き下げれば解決できる問題ではないか」⁽¹⁾
- ・「シ団がそもそも創設された背景には国債大量発行があり、その中で円滑な消化を目的としたものであるが、現在では来年度の国債の発行が増える状況であることを踏まえると、もうしばらくシ団を存続させるべきであり、財政が中立あるいは緊縮になるという明確なゴールが見えるまでは、シ団制度の廃止は早すぎると考える」⁽²⁾
- ・「今後のシ団のあり方については、賛否両論がある。発行量の増加が見込まれる現状では、近い将来で廃止するのは難しいであろうが、今後廃止の方向での議論をする場合にも、シ団に替わる安定消化のための仕組み、例えばプライマリー・ディーラー制を導入し、最低落札額をその要件として組み込むことであるとか、市場参加者・投資家と発行当局との対話の機関・機会が必要ではないか」⁽³⁾
- ・「現在の日本の財政状況では、今すぐシ団を廃止することは難しく、シ団の廃止は中長期的な目標として、W I 制度やプライマリー・ディーラー制度の導入とセットで考えていくべきではないか」⁽⁴⁾

② 廃止論

- ・「シ団の安定消化に対する寄与度は落ちており、シ団制度のデメリットとして次の五点が挙げられる。第一に、シ団の存在が希薄化している。…一〇年債の固定シェアの割合は二二・五％にまで落ちており、シ団引受を国債消化のラストリゾートとして位置づけるには無理がある。…第二に、シ団メンバー各社の引受負担が増加して

いる…。第三に、シ団引受シェアの硬直性がある。現行の業態別・各社別シェアは妥当なものとして説明困難である。第四に、引受手数料の問題がある。応札価格に上乘せられていることで引受手数料の実質的意義が失われていることに加え、各メンバーのシェアによって引受手数料の合計額が異なってくるため、入札に当たった前提条件が不公平なものになっている…。第五に、シ団会議の開催等、運営コストがかさむ⁽⁵⁾」

・「シ団制度が廃止されれば発行市場の透明性は向上する。国債市場の諸制度が次々に改善されている状況下で、あえて一〇年債についてのみシ団制度を残す必要はなく、むしろ、なくしたほうが新たな市場改革となるのではないか⁽⁶⁾」

・「結論的にはW I制度さえ導入されれば、シ団を廃止し全額競争入札にしても市場参加者としては全く問題はな⁽⁷⁾」

以上に見てきたように、存続論も廃止論も論点は共通している。まず、財政資金の安定的調達が必要である、という共通の認識である。相違点はシ団の果たしている評価の相違にすぎない。共通する第二の論点は、市場流動性を向上させるにはどうすればよいか、国債市場の透明性を如何にして確保するか、という点である。今日の国債市場は金融市場の中核的存在であり、国債市場を整備することは金融市場の整備と同一の意味を持っている。一〇年国債の市場流動性が向上すれば、長期金利の透明性が更に高まる。

存続論と廃止論は、いずれも財政資金の安定的調達と国債流動性の向上を如何に確保するか、の議論であった。シ団引受を廃止する前に、まず、この課題を解決する必要がある。では、この課題はどのように解決されたのだろうか。

(2) 日本版プライマリー・ディーラー制度とW I制度の創設

まず、財政資金の安定的調達という争点は、国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）の創設によって解決されることになった。平成一六年一〇月、日本版プライマリー・ディーラー制度である「国債市場特別参加者制度」が創設された。プライマリー・ディーラー制度は欧米で定着している国債発行方式であり、日本独自の制度ではない。だが、次の諸点で外国の制度とは異なっている。まず、応札義務と落札義務についてである。諸外国でもこの義務を課しているが、日本の場合、数値基準が設定されていることである。図表6でみるように、特別参加者は発行予定額の三%以上の応札義務があり、発行予定額の一定割合（原則一%）以上の落札責任が課せられている。諸外国では、こうした数値基準は設定されていない。次に、マーケット・メイクについてである。アメリカではマーケット・メイクの義務はないが、日本の場合、イギリスと同様に義務が課されている。また、プライマリー・ディーラー制度という表現を避けて特別参加者制度としたのは、この制度の参加者は証券会社だけを前提としないからである。

こうした特長を持つ日本版プライマリー・ディーラー制度は、諸外国の制度と比較して財政資金の安定的調達という機能を果たすことになる。日本版プライマリー・ディーラー制度は、現代版シ団引受と言っても過言ではなからう。

次に、一〇年国債の流動性向上については、W I制度が導入されることになった。W I (When, as and if issued)の略)とは、国債等の入札前取引のことで、アメリカやイギリスでは既に行われている。W I取引は、広義には発行日前取引全体を意味し、受渡決済日は発行日となる。日本では、入札後発行日前取引は既に行われていた。平成一六年二月に導入されたW I制度は、図表7でみるように、入札発行が行われる約五営業日前の入札

図表 6 国債市場特別参加者制度の概要

(1) 目的

国債市場において重要な役割を果たし、特別な資格及び責任を伴い国債管理政策の策定・遂行に協力する「国債市場特別参加者」及び財務省等により、国債の安定的な消化の促進、国債市場の流動性の維持・向上等を図る。

(2) 特別参加者の責任

- ① 応札責任：全ての国債の入札で、相応な価格で、発行予定額の3%以上の相応の額を応札すること。
- ② 落札責任：直近2四半期中の入札で、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンについて、発行予定額の一定割合（原則1%）以上の額の落札及び引受を行うこと。
- ③ 流通市場における責任：国債流通市場に十分な流動性を提供すること。
- ④ 情報提供：財務省に対して、国債の取引動向等に関する情報を提供すること。

(3) 特別参加者の資格

- ① 国債市場特別参加者会合への参加：財務省が原則四半期ごとに開催する特別参加者との会合（国債市場特別参加者会合）に参加し、財務省と意見交換等を行うことができる。
- ② 買入消却入札への参加：買入消却のための入札に参加できる。
- ③ ストリップス債の分離・統合：ストリップス債の分離・統合の申請を行うことができる。
- ④ 非価格競争入札への参加：通常の競争入札と同時にされる第Ⅰ非価格競争入札及び競争入札後に行われる第Ⅱ非価格競争入札に参加できる。（ともに、過去の落札実績（第Ⅰ）・応札実績（第Ⅱ）等に基づき、個社ごとに定められた限度額内で、競争入札の平均落札価格により国債を取得できる入札。）
- ⑤ 流動性供給入札への参加：国債市場の流動性の維持・向上等を目的として実施される流動性供給入札に参加できる。
- ⑥ 金利スワップ取引への優先的な参加：財務省が実施する金利スワップ取引の優先的な取引相手となることができる。

(4) 導入時期

- ① 平成16年10月：国債特別参加者制度の導入
（国債市場特別参加者の指定、国債市場特別参加者会合の開催開始、第Ⅱ非価格競争入札開始）
- ② 平成17年4月：第Ⅰ非価格競争入札開始
- ③ 平成18年1月：金利スワップ取引の実施
- ④ 平成18年4月：流動性供給入札開始

（出所）財務省『日本国債ガイドブック2006』

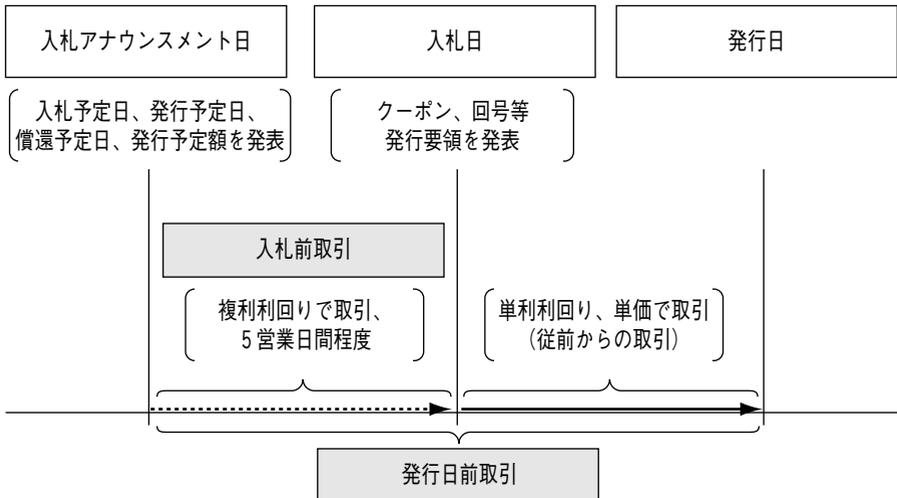
アナウンスメント日から、発行日前取引を可能にする制度である。W I制度が導入されると、国債の市場流動性は向上する。新規発行債の消化は時間が長いほうがマーケットに対するインパクトも少ないからであり、市場の安定という面でも効率的である。新規発行債の消化時間が長くなるほど、引受手数料という不純な要因も市場で吸収されてしまう。W I取引により、入札時の価格のボラティリティが分散され、投資のタイミングに幅がでるからである。従って、一〇年国債の価格形成はより透明度が高くなる。一〇年国債の価格形成の透明度が高くなれば、長期金利の透明度も高くなる。

シ团引受を巡る問題は、かくして、日本版プライマリー・ディーラー制度とW I制度の導入によって解決されることになった。残す問題は、果たしてこの制度が充分に機能するか、これを見届けるだけの問題となった。

(3) 日本版プライマリー・ディーラー制度の定着とシ团引受の廃止

W I制度の導入が一〇年国債の市場流動性向上に資するこ

図表7 W I制度の概要



(出所) 財務省『日本国債ガイドブック』(2005) 27頁

とは検証の必要もない。問題は日本版プライマリー・デューラー制度の評価である。日本版プライマリー・デューラー制度が導入された一年後の平成一七年一〇月、国債市場特別参加者会合（第八回）と国債投資家懇談会（第二三回）が開かれ、この制度の評価が行われた。まず、国債市場特別参加者会合での評価をみてみよう。

・「昨年一〇月に特別参加者制度が導入された以降の入札を見ると、応札倍率は二倍を底として概ね三倍〜四倍という安定的な水準で推移している。これは、現在二七社ある特別参加者がそれぞれ三%の応札責任を負っているため発行額の八〇%以上の応札が確実に入り、これに加えて、証券会社や投資家のニーズの応札が入る構造となっているためと思われる。この結果、札割れや応札倍率の急低下といったことが起きる可能性は現行制度においては相当減じられており、市場の安定性、ボラティリティの低下につながっている」⁽⁸⁾

・「基本的には、特別参加者制度を評価しており、シ団についても廃止という方向で大丈夫と考えている」⁽⁹⁾

・「特別参加者制度においては、各社が応札責任等を負うことにより、参加意識の高いマーケットが形成されてきている。従って、長年安定消化に寄与してきたシ団引受の枠組みをなくし、一〇年債も他年限と同様に完全に入札制度に変更しても、もはや問題はないことだと思ふ」⁽¹⁰⁾

国債投資家懇談会においても、同様の評価がなされている。

・「特別参加者制度は、国債の安定消化という当初期待された機能を発揮しており、入札というイベントに対する不安が払拭されたという効果があったと考えている」⁽¹¹⁾

・「入札を重ねるごとに、制度本来の目的が実現されてきたと感じる。ランキングを意識した競争激化という指摘もあるが、証券会社も各社各様の対応をとるようになってきており、制度としては非常にうまく機能しているのではないかと考えている。それを踏まえてシ団の廃止も全く問題ない」⁽¹²⁾

・「シ団については、歴史的な使命は十分果たしたと思っており、廃止しても差し支えない」⁽¹³⁾

日本版プライマリー・ディーラー制度の参加者は国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会において、一年間の実績を振り返り以上のような評価をおこなった。この評価に基づいて、平成一七年二月一九日の「国債発行世話人会」において、平成一七年度末をもって一〇年債のシ団引受を廃止したのである。そして、シ団引受に代わって一〇年債も日本版プライマリー・ディーラー制度によって発行されることになった。

日本版プライマリー・ディーラー制度は国債の安定消化を保障する「現代版シ団引受」の機能を果たすだけではない。国債市場の整備は同時に金融市場のインフラ整備でもあり、国債の市場流動性向上は金融市場の透明性を更に高めることになるからである。

注

- (1) 国債市場懇談会議事録 第七回 平成一三年三月二七日
- (2) 同上
- (3) 同上
- (4) 国債市場懇談会議事録 第二二回 平成一三年一月九日
- (5) 同上
- (6) 同上
- (7) 同上
- (8) 国債市場特別参加者会合議事録 第八回 平成一七年一〇月一九日

- (9) 同上
- (10) 同上
- (11) 国債投資家懇談会議事録 第一三回 平成一七年一〇月二五日
- (12) 同上
- (13) 同上

(なかじま まさたか・客員研究員)