第６章　公社債流通市場

１．公社債の売買　公社債の流通方法には，①金融商品取引所が開設する市場での売買と②投資者と証券会社等の市場仲介者との相対売買の二つが存在する。このうち，前者を取引所取引，後者を店頭取引という。公社債流通市場における取引の大部分は店頭取引により行われているという特徴がある。

公社債の流通市場の売買高（2018年５月以降の国債バスケット取引を含む。以下１．において同じ。）は1975年度には58兆円に過ぎなかったが，その後拡大を続け2007年度には１京円の大台を突破した。リーマンショックの影響等により，2010年度には7,700兆円台まで減少したものの，足元では再び増加傾向を示し，2018年度には１京9,000兆円弱の水準となっている。

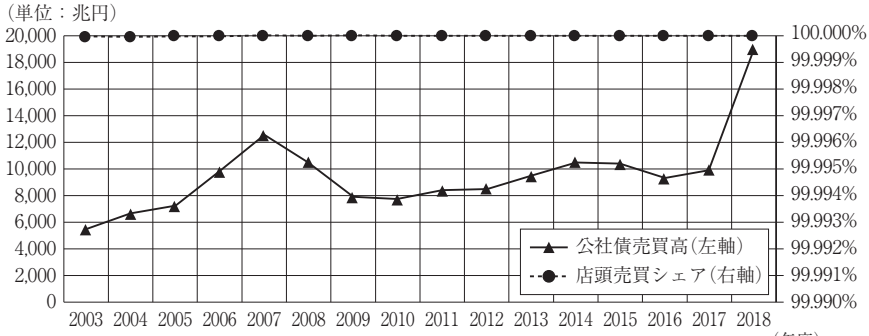
公社債の売買高をその種類別にみると，国債の売買が全体の90％超を占めていることから，わが国においては，国債が大量に発行され，その残高が大きく増加してきたことが公社債流通市場拡大の大きな要因と考えられる。

この傾向は近年においても同様であり，2010年度と2018年度を比較すると，公社債全体の売買高の増加額１京1,254兆円に対して，国債の売買高は１京1,275兆円増加している。このように，国債が他の公社債よりも活発に売買される背景には，発行額・現存額の多さもさることながら，わが国においてはリスクフリーの資産として取り扱われること等から，様々な運用ニーズの資金が集まりやすく，その結果として高い流動性が保たれていると考えられる。

今後のわが国の公社債流通市場の発展のためには，国債以外の公社債も活発に売買されることが重要である。中でも，企業金融の重要な一翼を担っている社債市場の活性化が必要との認識のもと，2009年に日本証券業協会（日証協）は，「社債市場の活性化に向けて」とする報告書の中で，わが国社債市場が抱える課題を整理するとともに，一層効率的で，透明性と流動性の高い社債市場の実現のための具体的な取組みを提示した。その上で，わが国社債市場の活性化は，今後，わが国経済の新たな成長戦略の重要な要素の一つとして，官民挙げた積極的な取組みが期待されるとしている。

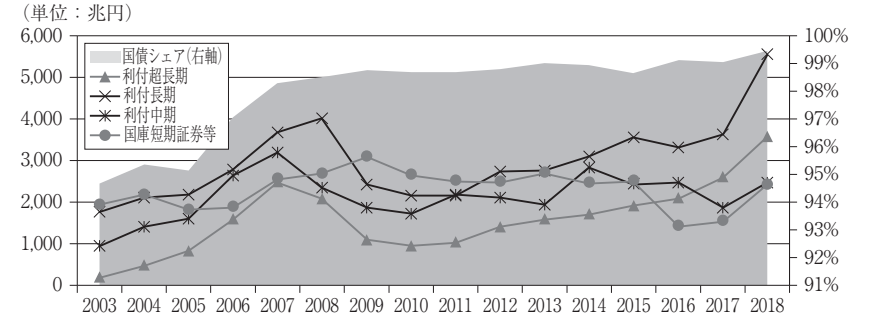
これを受けた日証協の具体的な取組みの一部については，本章後段を参照されたい。

年度別の公社債売買代金（額面ベース）及び店頭売買シェアの推移

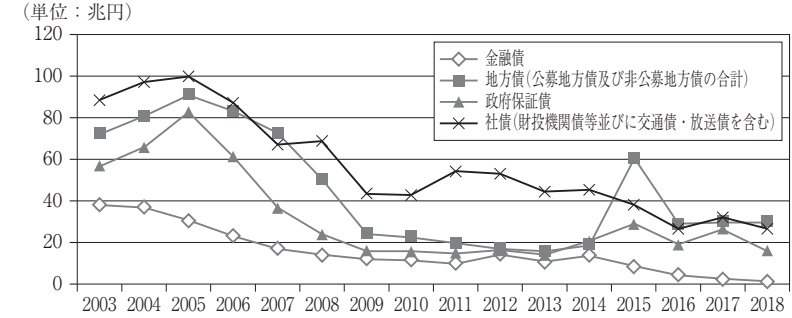


（注）　１．現先売買高を含み，新株予約権付社債を除く。
　　２．売買代金は原則額面ベースだが，2018年５月以降の国債バスケット取引は約定金額ベース
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）及び日本取引所グループホームページ掲載の統計（売買高・売買代金）より作成

公社債種類別売買高



（注）　現先売買（2018年５月以降の国債バスケット取引を除く。）を含み，新株予約権付社債を除く。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）より作成



（注）　現先売買を含み，新株予約権付社債を除く。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）より作成

２．公社債売買の主体　公社債の店頭取引の主体を業態別に見ると，証券会社等の「債券ディーラー」が大きな割合を占めている。公社債の店頭取引においては，投資者の取引ニーズに即座に応えることが求められるが，公社債は銘柄数が膨大であり，取引形態も多様であることから，そのニーズに合致した相手方を速やかに見つけることは容易ではない。このため，証券会社やディーリング業務を行っている金融機関が，投資者の取引ニーズに対して買い向かい，あるいは売り向かうことによって，円滑な取引を実現しているのである。このほかに，証券会社等は，自らの相場観に基づいた売買を行い，「債券ディーラー」の売買規模を大きくしている。次いで多いのが「その他」の分類であるが，ここには日本銀行が含まれており，同行を経由して入札発行される国債や，同行の各種債券オペによる売買が計上されている。「非居住者」による売買も多いが，債券投資というよりは「円への投資」の意味合いが強く，長期・超長期のほか，国庫短期証券などの短期国債の売買も積極的に行っていることによるものである。また，「都市銀行」については，運用難の状況が続くなかで収益を得るため，相場観に基づく自己売買を積極的に行っているほか，引き受けた地方債等の売却などを行っている。「信託銀行」については，受託している年金等の資産の運用対象として公社債を積極的に取り込んでいることがうかがえる。

次に，売りと買いとをその差額で見ると，近年においては多くの業態で公社債を買い越す傾向が見て取れる。この要因としては，日本銀行によるマイナス金利政策が長期化し，融資により利ザヤを得ることが難しくなっているほか，先般の金融危機への反省から，世界的に規制強化の流れが進展し，相対的に高リスクな証券化商品等での運用が難しくなったことで，余剰資金の退避先として，リスクフリーで流動性の高い国債市場に資金が流入したことが挙げられる。こうしたなか，長期に亘って買い越しとなっていた「地方銀行」が，2016年度と2017年度は売越しとなっているが，これは，都市銀行と比較して国内貸出の比率が高く，金利低下による収益への影響が大きい地方銀行が，運用難の状況下で収益を確保するために，保有する国債等を売却し，外国証券や投資信託等へ資産をシフトしたことによるものと考えられる。また，「その他」が恒常的かつ大幅に売越しになっているのは，入札発行される国債が，日本銀行による売却として計上されるためである。

公社債の投資家別売買状況

（上段は売りと買い合計，下段は売りと買い差額で▲は売越し）（単位：100億円）

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
都市銀行	29,087 <3,706>	29,105 <▲193>	46,511 <▲1,997>	40,150 <▲2,861>	18,599 <▲2,837>	25,407 <▲2,630>	12,709 <▲973>	6,085 <1,064>	10,231 <2,209>	9,135 <352>
地方銀行	4,479 <1,172>	4,857 <1,130>	5,891 <1,020>	5,765 <644>	4,140 <482>	4,550 <303>	3,480 <51>	2,525 <▲80>	1,640 <▲60>	1,561 <16>
信託銀行	24,174 <7,599>	24,928 <6,409>	24,789 <8,252>	22,294 <8,109>	16,800 <5,478>	14,175 <1,298>	10,861 <561>	10,000 <299>	10,074 <516>	10,531 <372>
農林系金融機関	4,430 <2,999>	4,993 <4,002>	3,356 <2,221>	3,099 <2,126>	1,764 <779>	1,307 <486>	1,000 <232>	975 <240>	980 <325>	1,026 <230>
その他金融機関	5,795 <3,277>	5,607 <3,278>	5,448 <2,346>	4,266 <2,602>	3,475 <2,016>	2,636 <790>	2,128 <806>	1,631 <578>	733 <155>	613 <109>
生保・損保	3,653 <1,743>	4,186 <1,457>	4,583 <1,896>	4,826 <1,631>	4,256 <1,387>	2,704 <908>	1,956 <507>	1,555 <404>	1,507 <371>	1,701 <407>
投資信託	2,856 <1,890>	2,886 <1,963>	2,885 <2,100>	3,108 <2,309>	4,318 <3,165>	4,372 <3,045>	3,961 <2,284>	2,139 <416>	2,159 <240>	2,550 <430>
官庁共済	368 <245>	311 <208>	277 <166>	299 <213>	210 <151>	114 <54>	115 <15>	84 <5>	86 <7>	82 <3>
事業法人	1,302 <1,250>	1,435 <1,336>	1,003 <922>	1,203 <1,093>	1,281 <1,104>	696 <630>	320 <256>	81 <40>	98 <75>	144 <94>
非居住者	26,835 <8,474>	31,074 <11,213>	36,902 <14,891>	34,131 <15,997>	34,799 <16,300>	35,730 <20,103>	37,609 <21,575>	36,466 <21,814>	34,992 <21,208>	40,444 <24,486>
その他	53,324 <▲34,216>	50,173 <▲30,605>	52,719 <▲31,408>	58,930 <▲30,369>	62,355 <▲26,367>	60,975 <▲23,756>	61,742 <▲24,673>	56,869 <▲22,866>	48,849 <▲24,303>	46,837 <▲26,216>
債券ディーラー	168,735 <248>	181,423 <▲315>	179,035 <▲570>	164,805 <▲1,172>	162,073 <▲661>	187,339 <▲223>	142,679 <▲446>	116,243 <▲465>	117,185 <28>	111,706 <34>
合計（他の投資家を含む）	331,212 <1,319>	347,491 <1,843>	369,000 <1,253>	348,505 <1,432>	318,446 <2,222>	344,034 <1,984>	281,281 <557>	236,550 <1,490>	230,135 <881>	228,532 <474>

（注）　現先売買を除き，新株予約権付社債の売買を含まない

〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債投資家別売買高）より作成

３．公社債の店頭市場取引　公社債の流通は，取引がどこで行われるかにより，「取引所取引」と「店頭取引（「OTC 取引」と呼ばれる。）」に分類することができる。

取引所取引と店頭取引における公社債の売買高をみると，圧倒的に店頭取引の方が多い。これは，①公社債は発行銘柄が非常に多く，これらを全て取引所に上場することは事実上困難であること，②公社債の取引においては，売方・買方の売買内容が複雑で多岐に亘ることが多く，そのようなニーズを充足する取引相手を取引所で瞬時に見つけることは困難であること，③公社債の取引の多くを占める法人投資家による売買は取引単位が大きく，複数銘柄を組み合わせた複雑な取引も多いこと，④公社債の利子に対する課税方式が，保有者の属性に応じて異なっていたこと，などがその理由として挙げられる。一般的に，公社債の取引は，取引形態を標準化する必要がある取引所取引には馴染みにくいことから，相対の話し合いをベースに取引条件を決めながら売買を成立させる店頭取引による方が円滑に進むことになる。

店頭取引は，取引所取引のように一定の場所に投資者の取引ニーズを集中することなく，各証券会社等の店頭において行われる「当事者間の話し合いにより決定される自由な取引」であり，その意味では，各証券会社等のそれぞれの店頭が市場であることから，店頭市場は無数に存在するといえる。

店頭取引は投資者と証券会社等が合意すれば成立することから，取引の内容や対象商品は多岐に亘っている。店頭市場では，公募債だけでなく，非公募債の取引も可能であり，公社債の受渡し方法も売方と買方との合意で自由に設定できる。また，その取引価格は，他の金融商品と比較考量するなどして，当事者間で決定できることになる。

店頭市場においては，証券会社等が，顧客による公社債の売り注文を一旦受けて買い取り，その後，他の顧客に転売することになる。また，顧客による公社債の買い注文に対しては，手持ちの在庫や他のブローカーからの調達などで応じることになる。このように，証券会社等が，一旦顧客の相手方になって売買を行うことを「仕切り売買」といい，公社債市場における主要な売買形態となっている。

公社債の市場別売買高等

（単位：100億円）

		国　債	新株予約権付社債	その他
2009年度	取　引　所	0	112	0
	店　　頭	781,286	52	9,175
2010年度	取　引　所	0	56	0
	店　　頭	761,950	70	10,175
2011年度	取　引　所	0	40	0
	店　　頭	829,983	46	10,773
2012年度	取　引　所	0	30	0
	店　　頭	842,314	45	9,760
2013年度	取　引　所	0	27	0
	店　　頭	936,753	24	9,230
2014年度	取　引　所	0	8	0
	店　　頭	1,039,157	11	11,273
2015年度	取　引　所	0	30	0
	店　　頭	1,025,087	20	14,432
2016年度	取　引　所	0	18	0
	店　　頭	921,027	31	7,335
2017年度	取　引　所	0	6	0
	店　　頭	983,609	13	8,717
2018年度	取　引　所	0	4	0
	店　　頭	1,889,406	11	8,141

（注）１．取引所の売買高＝取引所出来高×２
　　２．店頭売買高には現先売買（2018年５月以降の国債バスケット取引（約定金額ベース）を含む）を含む
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）及び日本取引所グループホームページ掲載の統計（売買高・売買代金）より作成

主要公社債種類別現存額・銘柄数

		国　債	地方債（公募）	政保債・財投機関債	普通社債・資産担保型社債	新株予約権付社債	金融債（利付・割引）
2009年度末	銘柄数	410	2,208	1,350	2,513	41	1,664
	現存額	716	45	61	60	1	19
2010年度末	銘柄数	423	2,376	1,474	2,614	32	1,514
	現存額	755	48	63	63	1	17
2011年度末	銘柄数	449	2,525	1,634	2,684	21	1,272
	現存額	781	52	64	63	1	15
2012年度末	銘柄数	470	2,655	1,772	2,733	17	1,163
	現存額	814	55	66	61	1	14
2013年度末	銘柄数	476	2,805	1,916	2,844	18	900
	現存額	848	57	69	61	0	12
2014年度末	銘柄数	493	2,917	2,021	2,883	22	789
	現存額	873	58	69	60	0	12
2015年度末	銘柄数	497	3,008	2,151	2,847	24	526
	現存額	901	59	69	58	0	11
2016年度末	銘柄数	506	3,059	2,244	2,977	26	428
	現存額	927	60	68	60	0	10
2017年度末	銘柄数	512	3,100	2,370	3,080	23	366
	現存額	948	60	68	60	0	9
2018年度末	銘柄数	516	3,152	2,505	3,278	17	364
	現存額	966	61	68	63	0	8

（注）　現存額の単位は兆円
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債発行額・償還額）より作成

４．公社債店頭売買参考統計値（１）　公社債の店頭市場での取引は，各証券会社等と顧客との間の相対で行われるものであり，第三者がそこで取引される価格を把握することは困難である。一方，公社債の取引の大半を占める店頭取引の価格などの情報を広く知らしめることは，公社債の取引の円滑化，公正な価格形成の実現，最良価格での執行機会の提供に資することになるなど，投資者保護の観点からも重要な事項であり，公社債市場の発展のためには欠かせない要件である。

これに関して，日証協では，投資者及び証券会社等が公社債の店頭売買を行う際の参考に資するため，「公社債店頭売買参考統計値発表制度」を創設し，公募公社債のうち一定の要件を満たす銘柄についての気配値（売り気配と買い気配の仲値）を毎営業日公表している。この制度は，1965年８月に当時の公社債引受協会が「事業債店頭気配」の発表を開始し，また，1966年３月には日証協の前身である東京証券業協会が「公社債店頭気配」の発表を開始したことに始まる。当時は戦後の国債の発行が開始された時期であり，公益及び投資者保護に資するため，国債の適正な価格形成と円滑な流通を図るべきという社会的な要請に応える形で本制度が開始されることとなった。その後，公社債市場を取り巻く情勢の変化などに合わせ，逐次の改善・見直しが図られており，公表銘柄数も制度開始当初の約300銘柄から，現在は約10,200銘柄と大幅に増加している。2002年８月には，本制度が公社債の店頭売買の参考に資するためのものであることを明確にするため，その名称を，従前の「公社債店頭基準気配」から「公社債店頭売買参考統計値」に改めるとともに，提供する情報を充実させることとし，平均値のみを発表する方法を改め，平均値，最高値，最低値及び中央値を発表することとした。

本制度は，その公表開始以来約50年を経ているところであるが，本来の目的である公社債の店頭売買の際の参考情報としての役割のほか，近年では，企業会計や税務会計における時価評価，各種取引における担保評価等に幅広く活用されるようになっている。こうした利用方法の拡大を背景に，本制度については，より一層の信頼性の向上が求められており，2013年には社債に係る公社債店頭売買参考統計値制度を中心に見直しが行われ，2015年11月より見直し後の新制度の運用を開始した。

公社債店頭売買参考統計値発表制度

１．概要

（１）目的

日本証券業協会協会員が顧客との間において行う公社債の店頭売買に際し，協会員および顧客の参考に資するため，協会が指定した協会員からの報告に基づき公表。

（注）1965年８月に公社債引受協会が「事業債店頭気配」を発表開始。その後1966年３月に東京証券業協会が「公社債店頭気配」を発表開始し，その後数次の改善・見直しが図られる。

（２）公社債店頭売買参考統計値の算出

気配報告協会員（2020年１月末現在，証券会社13社）から当日の午後３時現在における額面５億円程度の売買の参考となる気配の報告を受けて，このうち５社以上から気配報告のある銘柄について算術平均等して参考統計値を算出。

公社債店頭売買参考統計値発表制度の沿革

	選定対象銘柄の種別等	選定銘柄数
1966年３月 店頭気配発表 ・制度開始（毎週１回（木曜日）発表）	国債，地方債，政府保証債，利付金融債，事業債，加入者引受利付電信電話債券及び同割引電信電話債券，その他協会が適当と認めたもの	発表銘柄数…280銘柄 （1966年５月12日現在）
1977年１月 ・指標気配及び標準気配の発表（指標気配は，毎日（土曜日を除く。）発表。標準気配は，毎週１回（木曜日）発表。）	①指標気配（機関投資家向け）公社債のうち売買量が多く市場動向を的確に反映する銘柄から選定 ②標準気配（小口投資家向け）上記以外の銘柄のうち，国債，地方債，特殊債，金融債，社債及び円建外債の種類毎に償還年別，利率別に各１銘柄を選定	①指標気配 発表銘柄数…14銘柄 （1977年１月31日現在） ②標準気配 発表銘柄数…77銘柄 （1977年１月27日現在）
1978年８月 ・指標気配の発表方法変更（売り気配，買い気配の発表。）（指標気配は，毎日（土曜日を除く。）発表。標準気配は，毎週１回（木曜日）発表。）	同上	①指標気配 発表銘柄数…19銘柄 （1978年８月31日現在） ②標準気配 発表銘柄数…137銘柄 （1978年８月31日現在）
1992年１月 ・公社債店頭基準気配を毎日発表	非上場債のうち国債，地方債，政府保証債，金融債，社債，円建外債の種類毎に償還年限別，利率別に各１銘柄を選定	発表銘柄数…298銘柄 （1992年１月31日現在）
1997円４月 ・対象銘柄数の大幅拡大（新システム稼働）	非上場の公募債である公社債（残存期間１年超）のうち，利率が発行から償還まで一定であって，最終償還日に一括して償還される銘柄から選定	発表銘柄数…1,746銘柄 （1997年５月１日現在）
1998年12月 ・市場集中義務の撤廃等	公募債である公社債（払込元本，利金及び償還元本の全てが円貨である債券に限る。）から選定	発表銘柄数…2,867銘柄 （1998年12月１日現在）
2002年８月 ・「公社債店頭売買売参考統計値」に名称変更。平均値に加え，最高値，最低値，中央値を発表。	同上	発表銘柄数…4,198銘柄 （2002年８月１日現在）
2013年12月 ・社債等の算出方法の見直し及び公表時間の繰下げ等を決定。	同上	発表銘柄数…7,931銘柄 （2013年12月２日現在）
2015年11月 ・見直し後の制度運用開始	同上	発表銘柄数…8,257銘柄 （2015年11月２日現在）

（注）　2002年８月５日報告分から公社債店頭売買参考統計値制度へ移行

５．公社債店頭売買参考統計値（２）　公社債店頭売買参考統計値は，日証協が指定する協会員（以下「指定報告協会員」という。）からの午後３時現在における額面５億円程度の売買の参考となる気配の報告に基づき，日証協が毎営業日発表する価格情報であり，広く投資者，市場関係者に利用されている重要なインフラである。そのため，本制度に対しては，高い信頼性と安定性が求められることから，日証協では社債関連部分を中心に本制度の見直しを行い，2015年11月から新制度の運用を開始した。

新制度における見直し内容のうち，主なものは次のとおりである。

①指定報告協会員の指定基準の厳格化：社債に係る公社債店頭売買参考統計値の信頼性を向上させるためには，社債マーケットの動きを反映した適切な気配値を報告できる協会員を指定報告協会員とする必要があることから，社債等の売買高が上位20位以内であること等を指定報告協会員の指定基準に加えることとした。

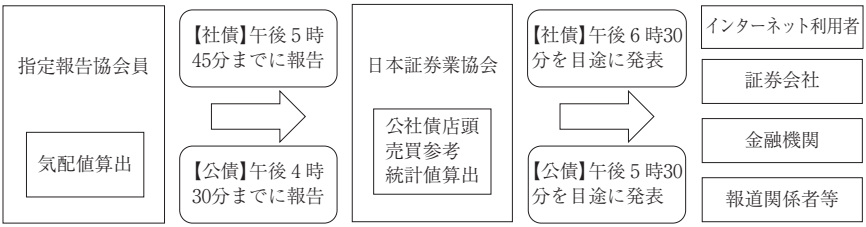
②日証協における指導・管理態勢の充実・強化：指定報告協会員から適切な報告がなされるよう，日証協が（１）毎営業日の報告気配値に適正でない値が含まれていないかについてチェック等を行う（２）指定報告協会員の報告態勢に問題が生じていないかについてチェックを行うこととした。

③公社債店頭売買参考統計値の算出方法の見直し：社債については，報告気配値のバラつきが比較的大きく，マーケットが大きく動いた場合には，平均気配値から大きく乖離した気配値の方がより適切な値である場合も考えられること，及び，異常値は②で排除されることから，従来機械的に実施していた報告気配値の上下カットを行わないこととした。

④報告時限及び公表時間の繰り下げ：社債の気配値報告を行っていない協会員から，報告を行うためには報告時限の繰り下げが必要であるといった声があったことを考慮し，報告時限を１時間15分繰り下げ，これに応じて公表時限を１時間程度繰り下げることとした。

⑤公社債店頭売買参考統計値に対する理解の促進：公社債店頭売買参考統計値は売り気配と買い気配の仲値であり，実際の取引価格とは乖離が生じることがある等，公社債店頭売買参考統計値の性質等についてのわかりやすい説明を日証協ホームページ等において充実させることとした。

公社債売買参考統計値の発表までの流れ（イメージ）



指定報告協会員の指定について

日本証券業協会は，指定報告協会員になろうとする協会員について，次の各号に掲げる指定基準につき審査し，指定報告協会員を指定するものとする。
（１）公社債店頭売買参考統計値発表制度の趣旨を理解し，指定報告協会員になる意思を有していること
（２）公社債店頭売買業務等に精通していること
（３）気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制，人員構成が確保されていること
（４）その他本協会が定める事項
※基準のより詳細な内容については日本証券業協会ホームページを参照。

公社債売買参考統計値の見直し策

見直し策	概要	見直しの対象債券
①指定報告協会員の指定基準の厳格化	「公社債店頭売買業務等に精通していること」の具体的な基準として以下を追加した。 ・社債等に係る気配の報告を行う指定報告協会員にあっては，社債等の売買高ランキングが20位以内であること ・ただし，自社が主幹事となっている社債等についてはランキングを満たしていない場合であっても報告可能	社債，特定社債，円建外債
②日証協における指導・管理態勢の充実・強化	・毎営業日の報告気配値のチェック（指定報告協会員への注意喚起を含む）の導入 ・指定報告協会員の報告態勢のチェックの導入 ・指定報告協会員間における気配水準に係る情報交換等の禁止を自主規制規則化	すべての債券
③売買参考統計値の算出方法の見直し	・報告された気配値の上下カットを取止め	社債，特定社債，円建外債
④報告時限および公表時間の繰り下げ	・報告時限を１時間15分繰り下げ午後５時45分 ・公表時限を１時間程度繰り下げ午後６時30分	社債，特定社債，円建外債
⑤売買参考統計値に対する理解の促進	・取引価格と乖離が生じるといった売買参考統計値の性質等について日証協 HP 等におけるより分かりやすい説明	すべての債券

６．社債の取引情報の報告・発表制度　社債市場の更なる活性化を図るためには，社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め，市場の信頼性を確保することが重要であることから，日証協では，2015年11月より，社債の店頭取引における実際の取引価格等を公表することとした。

この新しい取組みは，日証協がその会員である証券会社から取引価格等の報告を受ける制度と，その報告された取引価格等を公表する制度により成り立っている。

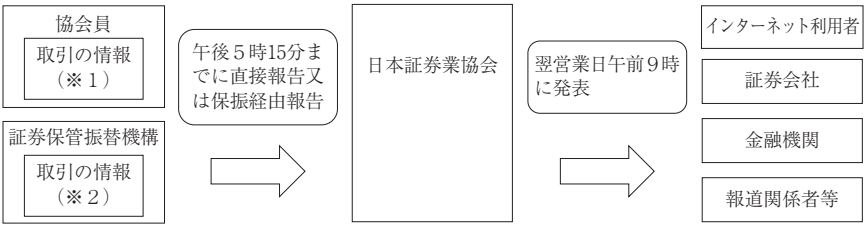
（１）社債の取引情報の報告制度：日証協の自主規制規則において，取引当事者の一方となる証券会社（日証協の会員）に対して，社債の取引を行った場合の日証協への報告を義務付けた。報告対象となる社債は，①国内で募集又は売出しが行われたものであること，②国内発行であること，③払込元本，利金及び償還元本の全てが円貨であること等の全ての要件を満たす社債（ただし，短期社債，新株予約権付社債を除く）である。また，報告対象となる取引には，①毎営業日報告されるもの（取引数量が額面１億円以上）と，②日証協への届出により月次の報告が可能なもの（取引数量が額面１億円未満。ただし，取引数量が額面1,000万円未満の取引は報告を省略可能）がある。

（２）社債の取引情報の発表制度：日証協では「銘柄格付がAA格相当以上」という発表基準を設け，これを満たしている社債の取引情報（取引数量が額面１億円以上のものに限る）を発表することとし，報告を受けた翌営業日に日証協ホームページにおいて発表する。発表項目は，①約定年月日，②銘柄コード，③銘柄名，④償還期日，⑤利率，⑥取引数量（額面５億円以上か否かの別），⑦約定単価（額面100円当たりの約定単価）のほか，2018年10月１日約定分より，⑧売買の別（証券会社の取引相手方における売りと買いの別）が追加された。

なお，取引情報の発表基準を満たす社債であっても，売買参考統計値に異常な変動がみられるなどの一定の要件にあてはまる場合には，当該社債の取引情報の発表を停止する措置が設けられている。

（３）定期的な検証：日証協は社債の取引情報の発表制度の実施後，本制度が社債の流動性に与える影響等について定期的に検証を行い，必要に応じて本制度の見直しの検討を行うこととしている。

社債の取引情報の報告・発表の流れ（イメージ）



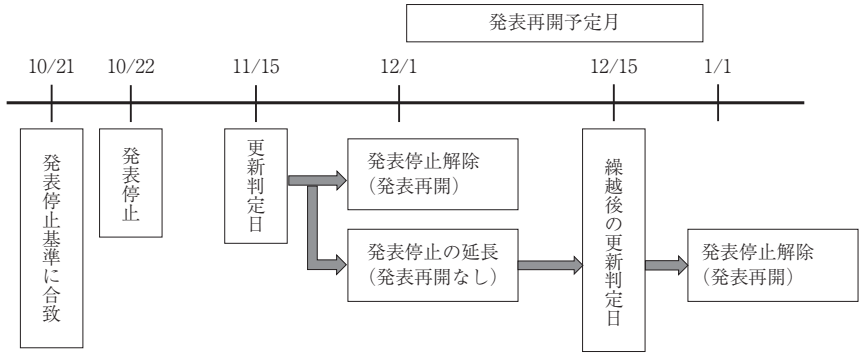
（※１）前営業日午後３時～当日午後３時にシステムにおいて処理（又は承認された）されたもの
（※２）前営業日午後４時45分～当日午後４時45分に決済照合システムに送信された売買報告データ

発表される情報

○2018年10月２日発表分
約定年月日：2018年10月１日

銘柄コード	銘柄名	償還日	利率	売買の別	取引数量（額面金額ベース）５億円以上	取引数量（額面金額ベース）５億円未満	約定単価（円）	【参考】売買参考統計値（平均値）
000039023	○○工業3	2027/9/20	1.9	売り	✓		102.△△	102.09
				買い		✓	102.××	
				売り		✓	102.●●	

発表停止と発表停止解除の例



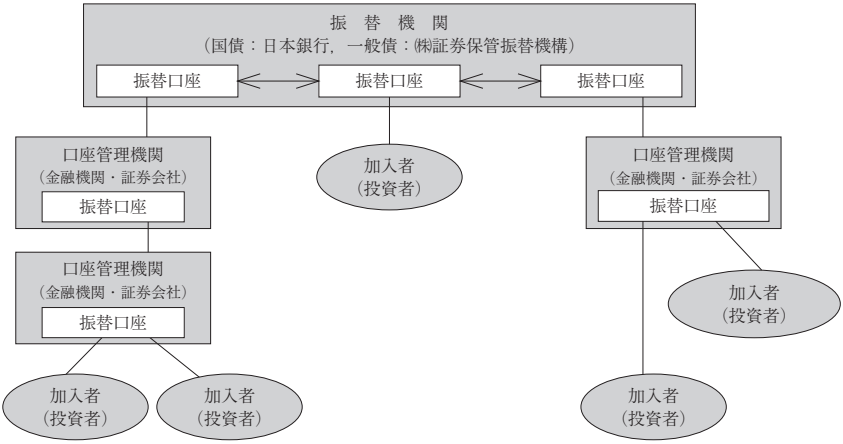
７．公社債の振替決済制度　投資者が公社債を保有する形態としては，以前は，証券（券面）が発行される「現物債」や，証券の発行は行われず各公社債毎に設けられた登録機関の登録簿にその公社債名や債権者の氏名等が登録される「登録債」のほか，国債に限っては，現物国債を日本銀行に寄託し，その取引に伴う受渡しは各証券会社等（口座管理機関）の帳簿上で管理する「振替国債」（1980年に創設）が存在していた。

しかしながら，公社債の取引がより大量に行われるようになったことで，証券自体の引渡しを必要とする現物債や，特定の登録簿への記載等を要する登録債により保有者を管理することには決済処理の面から限界があり，また，振替国債についても制度上不十分な面があったこと等から，公社債の決済制度の見直しの必要性が高まってきた。更に，わが国の証券市場全体の国際競争力を左右する制度的基盤ともいえる証券決済システムを，より安全で効率性の高いものに改革していくことが急務であるとの認識が高まってきた。このような状況を背景として，2002年６月に成立した通称「証券決済システム改革法」により，証券の完全ペーパーレス化，決済の迅速化，決済リスクの低減等を目的として，「社債等の振替に関する法律」が改正され，公社債の振替決済制度が措置された。2003年１月より，国債について新たに日本銀行による国債振替決済制度が開始され，2006年１月より，国債以外の公社債について㈱証券保管振替機構による一般債振替決済制度が開始された。

本振替決済制度は，「振替機関」（国債については日本銀行，その他の公社債については㈱証券保管振替機構）の下に複数の「口座管理機関」（振替機関に口座を有する証券会社等）がぶら下がり，更にそれぞれの「口座管理機関」の下に口座を有する証券会社等や投資者がぶら下がる多層階層構造を有しており，振替機関及び口座管理機関が管理する「振替口座簿」へ記載又は記録する方法により，その公社債の所有権等を管理する仕組みとなっている。振替決済制度の対象となる公社債は，原則として発行時に本制度に取り込まれ，償還までの期間を通じて現物債や登録債への転換が不可となり，完全ペーパーレス化が図られている。

なお，既述の「証券決済システム改革法」は，本振替決済制度を設けることと併せ，「社債等登録法」を廃止する措置を講じた。

公社債の振替決済制度の構成



一般債振替制度の利用状況

（単位：件，100万円）

		引　受	償還・買入消却	振　替	（取扱銘柄数）口座残高
2009年度	件数	31,642	38,176	411,272	71,202
	金額	38,124,350	32,846,953	132,878,030	245,552,257
2010年度	件数	29,501	36,849	439,327	67,788
	金額	37,212,947	32,691,251	146,347,996	250,073,952
2011年度	件数	26,664	35,619	439,867	60,701
	金額	32,955,046	30,589,808	156,713,049	252,439,190
2012年度	件数	27,326	33,476	471,798	58,486
	金額	33,558,410	33,213,581	143,537,681	252,784,020
2013年度	件数	26,726	31,642	437,387	55,595
	金額	34,446,614	34,030,438	135,561,923	253,200,196
2014年度	件数	25,761	32,082	465,813	54,294
	金額	33,410,427	34,831,065	158,293,806	251,779,558
2015年度	件数	25,722	30,604	524,130	53,825
	金額	31,146,061	32,462,918	204,529,981	250,462,702
2016年度	件数	27,401	28,040	349,226	58,288
	金額	41,737,175	35,052,475	131,163,539	257,147,401
2017年度	件数	28,345	27,238	287,072	63,087
	金額	34,276,788	34,479,534	140,831,156	256,944,654
2018年度	件数	28,885	26,163	289,272	68,826
	金額	36,439,329	31,520,591	145,921,506	261,863,392

（注）　2006年１月10日より制度を開始。
〔出所〕　㈱証券保管振替機構ホームページ掲載の統計（一般債振替制度）より作成

公社債の決済制度の改革

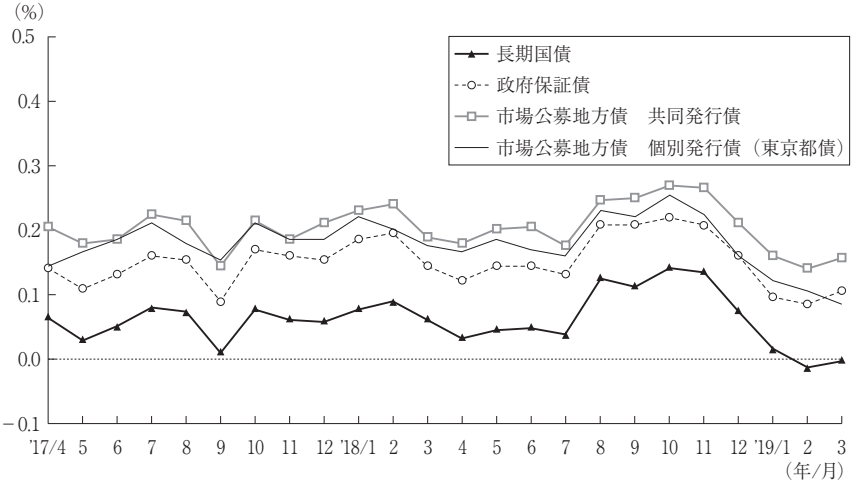
年　　月	事　　項
1994年 4 月	日銀ネットによる国債 DVP 取引開始
1997年 4 月	Ｔ＋３の国債ローリング決済開始
1999年10月	Ｔ＋３の一般債ローリング決済開始
2000年 1 月	国債取引の RTGS（即時決済）開始
2003年 1 月	社債等の振替に関する法律（公社債のペーパーレス化等を規定）施行
〃　　〃	国債のペーパーレス化による発行・取引開始
2004年 5 月	国債以外の公社債の DVP 取引開始
2005年 5 月	国債について清算機関を通した取引を開始
2006年 1 月	国債以外の公社債のペーパーレスによる発行・取引開始
2012年 4 月	国債取引に係る決済期間の短縮（Ｔ＋２）化
2018年 5 月	国債取引に係る決済期間の短縮（Ｔ＋１）化
2020年 7 月	国債リテール取引及び一般債取引に係る決済期間の短縮（Ｔ＋２）化の実施予定時期

８．公社債の流通利回りと発行条件　公社債を発行する者（資金調達者）は，できる限り低いコストでの調達を希望するが，公社債を購入する者（資金運用者）は，許容できるリスクの範囲内で，できる限り高い収益を期待する。理論的には，新発債の発行条件（応募者利回り）は，当該公社債と同質な既発債の流通利回り（最終利回り）と裁定関係が働き，一定の水準で均衡が達成される。この均衡点で発行条件を設定すると，「流通実勢を十分に反映した発行条件の設定が行われた」といわれるが，そのためには，既発債の残高及び売買高が十分に大きく，かつ新発債が継続的に発行され，新発債の発行条件決定に際して，既発債の流通利回りを参照することが可能であることが重要な要件となる。わが国の公社債市場においては，発行額及び売買高の拡大につれて公社債の発行条件の市場実勢化が進展してきたといえる。

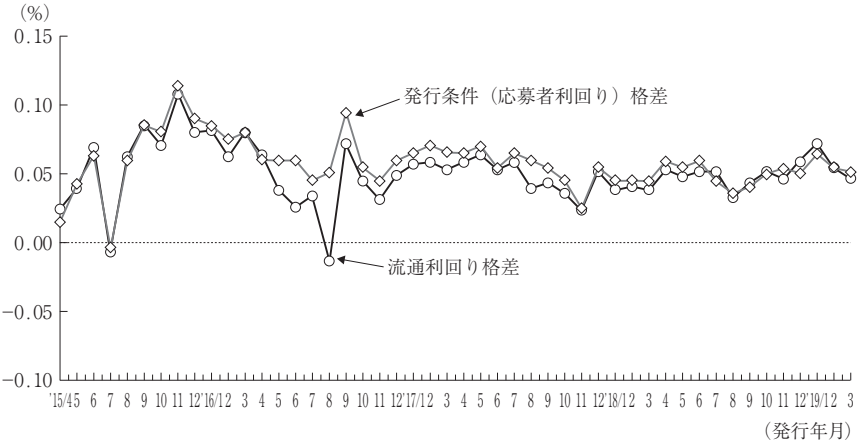
例えば国債については，従来は安定消化に重点を置き，引受シンジケート団による引受け（シ団引受け）により発行してきたものを，市場との対話を重視する国債管理政策の運営等により，徐々に既発国債の実勢利回りの変動に即した競争入札による発行の割合を増加させ，現在では，全ての国債（個人向け国債を除く。）の発行は入札によることが原則となっている（シ団制度は2006年３月をもって廃止された。）。

公社債の発行条件の実勢化は，信用度の異なる公社債間の比較においても進展してきた。例えば，政府保証債及び地方債の発行条件は，同月発行される10年長期国債の発行条件を参考にして決定されるが，過去には，これら３つの公社債間での発行条件格差が，そのときの流通実勢格差を反映しない状態があった。しかし，近年は投資者の間で，３つの公社債の信用度の違いを重視する動きが強まってきたこと等から，３つの公社債の発行条件の格差が流通実勢における格差を反映するようになってきたと言える。実勢化の進展は，近年，例えば政府保証債における競争入札（個別発行方式）による発行割合が増加していることからも窺われる。また，社債についても，投資者は格付機関による格付の違いを重視するなどして各社債への投資判断を行う傾向が強まってきており，発行企業は，予め投資者の需要予測（いわゆるプレマーケティング）を実施し，その状況等を踏まえて発行条件を設定する場合が多い。

公社債発行条件（利回り）の推移



共同発行地方債と政府保証債の発行条件格差・流通利回り格差の推移



（注）　１．流通利回り格差は，共同発行地方債及び政府保証債（10年最長期もの）のそれぞれの条件決定日前日の公社債店頭売買参考統計値（平均値：単利）の差
２．発行条件（応募者利回り）格差は，共同発行地方債－政府保証債（各10年債）

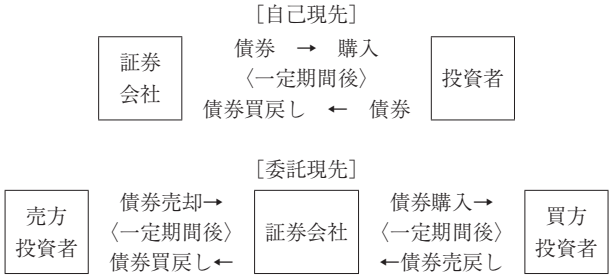
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債発行銘柄一覧）及び公社債店頭売買参考統計値より作成

９．公社債の現先取引（１）　公社債の現先取引は条件付売買とも呼ばれ，公社債を一定期間後に買い戻し，又は売り戻すことを条件にして，その公社債を売却し，又は購入する取引である。その保有者が買戻条件付きで公社債を売却（売り現先）すれば，一時的な資金調達をしたことになる。逆に，売戻条件付きで公社債を購入（買い現先）すれば，手許の余裕資金を短期間運用したことになる。証券会社等による現先取引は，証券会社等が保有債券を元手に資金を調達したい売方と資金を運用したい買方とを仲介する役割を担う「委託現先」と，証券会社等自身が，資金繰りのために，保有する公社債を買戻条件付きで売却する「自己現先」とに区分できる。通常，現先取引の買戻し又は売戻しにおける公社債の価格は，買方と売方の双方の合意により運用又は調達利回りに相当する金額を価格に上乗せして決定されるため，買戻し又は売戻し時点の市場価格とは一致しない。

現先取引高は，年度によって増減はあるものの，短期の資金調達・運用手段としてのニーズを中心に，一定規模を維持している。現先取引残高は，1980年代後半には７兆円程度であったが，2007年度末には約50兆円まで増加した。その後，世界的な金融危機の影響等から減少する場面も見られたが，2010年以降は上昇傾向にある。なお，2018年５月の国債取引に係る決済期間の短縮（T＋１）化以降，現先取引高及び現先取引残高は急激に増加しており，2018年度の現先取引高は１京6,000兆円超，2018年度末時点の現先取引残高は110兆円を超える規模となっている。

現先取引は，以前は短期の国債（TB：短期国債，FB：政府短期証券）を利用するものが圧倒的に多く，これには，期間や信用度の点から，より現先取引に適している短期の国債の流通拡大等が大きく寄与してきた。具体的には，1986年から，市中消化を原則としたTBの公募入札発行が開始されたことや，同年より，日本銀行が発行時に取得したFBを市中に売却する方法が現先方式に改められたこと，1999年からは，FBについても市中消化を原則とした公募入札発行が行われるようになり，その後もTB及びFBが恒常的かつ大量に発行されてきたこと等があげられる。このような短期の国債の市場拡大等を背景に現先市場は発展してきたが，近時においては国債全体の大量発行の影響もあり，利付国債の取引が主体となっている。

債券現先売買の仕組み



公社債現先売買高・残高

（単位：100億円，％）

年度	公社債売買高（A）	うち現先売買高（B）	B／A	現先残高
2009	790,513	459,243	58.1	1,589
2010	772,195	424,664	55.0	1,518
2011	840,802	471,756	56.1	2,538
2012	852,118	503,564	59.1	2,354
2013	946,008	627,538	66.3	2,641
2014	1,050,441	706,429	67.3	3,079
2015	1,039,539	758,277	72.9	3,053
2016	928,393	691,841	74.5	3,344
2017	992,339	762,223	76.8	4,024
2018	1,897,558	1,669,014	88.0	11,642

（注）１．2018年５月以降の国債バスケット取引を含む。
　　２．残高は年度末（３月末）時点
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高，公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高）より作成

主要投資家別公社債現先売買残高

（単位：100億円）

	2009年度末		2010年度末		2011年度末		2012年度末		2013年度末		2014年度末		2015年度末		2016年度末		2017年度末		2018年度末	
	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残
信託銀行	0	68	0	88	0	97	0	13	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	1,570	1,241
その他金融機関	0	12	0	3	0	111	0	86	0	56	3	4	0	0	5	0	0	0	1,843	776
投資信託	0	75	0	65	0	143	0	206	0	84	0	33	0	0	0	0	0	0	145	183
事業法人	0	47	0	43	0	82	0	50	0	31	0	25	0	4	0	3	0	3	0	2
非居住者	446	446	538	560	616	1,200	511	1,293	588	1,759	865	1,951	754	2,228	572	2,373	882	2,988	1,175	2,995
その他	210	496	155	220	121	288	70	196	55	122	99	188	66	46	384	55	151	119	820	1,392
債券ディーラー	933	446	825	539	1,800	618	1,772	511	1,998	588	2,111	876	2,233	774	2,383	914	2,991	913	6,088	5,054
合計	1,589	1,589	1,518	1,518	2,538	2,538	2,354	2,354	2,641	2,641	3,079	3,079	3,053	3,053	3,344	3,344	4,024	4,024	11,642	11,642

〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高）より作成

10. 公社債の現先取引（２）　わが国における短期金融市場の拡充や国際的競争力確保を目的に，債券と資金を相互に融通する現先取引の機能向上を図るため，2001年４月に，いわゆる「新現先取引」が導入された。それまでの現先取引は，欧米市場で一般的に行われているレポ取引と同じ売買形式であったが，取引期間中の各種リスク管理手法や，取引相手先がデフォルトを起こした場合の取扱いの仕組みが未整備である等の改善すべき課題を抱えていた。そこで，新現先取引においては，従来の現先取引をベースに，各種のリスク管理手法等の仕組みを整備・拡充し，グローバル・スタンダードに則った新現先取引を導入する措置が講じられたのである。

新現先取引の導入に際し，新たに盛り込まれたリスク管理手法等（契約書上の条項）は，次のとおりである。

（１）リスク・コントロール条項：取引期間中の債券価格の変動によって担保の過不足が生じないよう，担保の額を機動的に調節する。

①ヘアカット条項の導入（売買金額の算出比率）：取引契約に使用する単価が約定時点の債券の時価を一定率下回る仕組みを採用し，取引期間中に債券の時価が多少下落した場合でも，担保価値が不足することを回避する。

②マージンコール条項の導入（担保の管理等）：取引期間中の取引対象債券の時価の変動に応じて担保の受渡しを行う仕組み（例：債券の時価が下落した場合には，買手が売手に対して担保を請求する権利を有する。）を採用し，取引当事者間の与信額を調整する。

③リプライシングの導入（再評価取引）：債券の時価が取引開始時点から大きく変動した場合には，取引当事者間の合意により，その取引を解消し，改めて，その時点の時価を用いて当初の条件による取引を約定する。

（２）サブスティテューションの導入（取引対象債券の差換）：債券の売手が買手の同意を得て，取引対象債券を差し換える仕組みを採用することで，急遽，売手の別の取引に係る受渡しにより取引対象債券が必要となった場合であっても，当該債券を利用することができる。

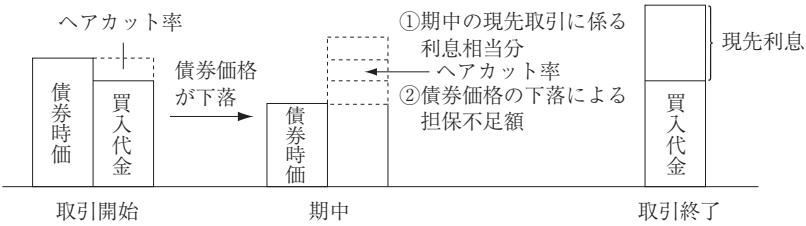
（３）一括清算条項：一方の当事者に倒産等の事由が発生した場合には，当事者間における基本契約書に基づく全ての取引を倒産時の時価に引き直して，債権・債務の差額を清算する。

新現先取引の仕組み

１．取引開始（スタート時）

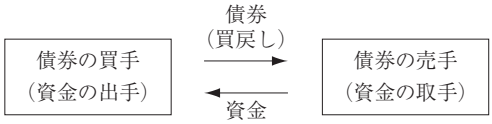
・債券の買手の買入代金
〔取引時点の債券時価÷（１＋ヘアカット率）〕×取引数量

２．取引期間中の信用リスクのコントロール



・債券の買手（資金の出手）の債券の売手に対する信用供与額＝①＋②
・上記の場合，債券の買手は債券の売手に対し信用供与額相当の担保（現金・債券等）を要求することができる（マージンコール）

３．取引終了（エンド時）



・債券の売手の取引終了時における債券買戻代金
取引開始時点における債券の買手の買入代金＋現先利息

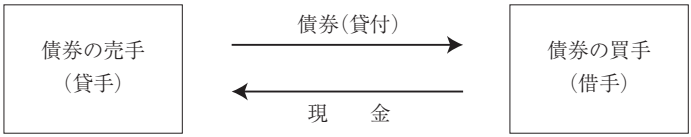
11. 公社債の貸借取引　債券の貸借取引は，債券の空売り（債券を保有せずに売却すること）等を行い，その受渡し以前に当該債券の買戻しを行わない場合に，受け渡すべき債券を手当て（借入れ）するために行われる。また，債券の貸借取引の担保として現金を利用する場合は，現先取引と同様に短期の資金調達・資金運用のために行われるものもある。また，貸借取引を利用することにより，債券を保有していない状態でも売却（空売り）の約定が可能となるため，公社債市場の流動性の向上が見込まれることになる。

債券の貸借取引は，1989年，債券の空売りの解禁に伴い制度化されたものである。従来，債券の空売りは，証券会社の経営の健全性や債券相場形成への影響等を考慮して自粛されていたが，現物債のマーケット・メイクや，現物債と先物間の裁定取引の活発化等を意図して容認され，その際に，受渡しに用いる債券の調達手段の一つとして，債券の貸借取引制度が導入されることとなった。当初は，現先取引との競合等を勘案して現金担保付の貸借取引が制限されたため，無担保の貸借取引が中心であったが，金融不安の高まり等を背景に，無担保取引における信用リスクの問題や，取引の活性化が課題となり，1996年には「現金担保付債券貸借取引」が実質的に可能となった。

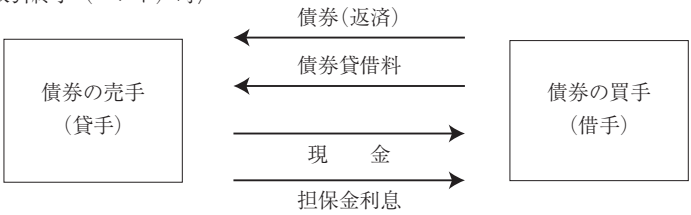
債券の貸借取引の法律上の性格は消費貸借とされているため，対象物の消費を目的として借入れを行い，返済時には借り入れた債券そのものではなく，同種・同量の債券を返済すればよい取引である。債券の貸借取引は，その担保の有無により「有担保取引」と「無担保取引」とに区分でき，更に有担保取引は，担保の種類によって「現金担保付取引」と「代用有価証券担保付取引」とに区分できる。また，現金担保付取引には，債券の貸借に主眼を置き銘柄を特定するSC取引（特定銘柄取引）や，資金調達に主眼を置き銘柄を特定しないGC取引（非特定銘柄取引）等がある。債券の貸借取引の市場規模（借入残高ベース）は，現金担保付取引が実質的に可能となった1996年以降，拡大傾向を示してきており，1996年度末の34兆円程度（うち現金担保分約17兆円）から，2016年度末には約127兆円（うち現金担保分約122兆円）まで増加したが，足下では現先取引への移行が進んでおり，2018年度末には約64兆円（うち現金担保分約54兆円）に減少している。

債券貸借（現金担保）取引の仕組み

〈取引開始（スタート）時〉



〈取引終了（エンド）時〉



債券貸借取引の担保別取引残高（受渡し・額面ベース）

（単位：100億円）

	債券貸付				債券借入			
	有担保取引	うち現金担保取引	無担保取引	計	有担保取引	うち現金担保取引	無担保取引	計
2009年度末	8,227	8,005	275	8,502	8,227	8,005	275	8,502
2010年度末	7,333	7,128	284	7,617	7,333	7,128	284	7,617
2011年度末	8,296	8,286	207	8,503	8,296	8,286	207	8,503
2012年度末	8,239	8,200	227	8,467	8,239	8,200	227	8,467
2013年度末	10,085	9,984	267	10,352	10,085	9,984	267	10,352
2014年度末	10,483	10,310	322	10,805	10,483	10,310	322	10,805
2015年度末	9,680	9,454	450	10,130	9,680	9,454	450	10,130
2016年度末	12,316	12,178	428	12,744	12,316	12,178	428	12,744
2017年度末	13,093	12,903	806	13,899	13,093	12,903	806	13,899
2018年度末	5,559	5,393	846	6,405	5,559	5,393	846	6,405

（注）　債券貸借取引の内訳は，1997年１月より公表。2009年１月より集計方法が一部変更されている。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（債券貸借取引残高等状況（一覧））より作成