

国債発行方式の新たな展開

「国債市場特別参加者制度の創設について」

中島 将隆

1 国債市場特別参加者制度の発足

国債市場特別参加者制度が二〇〇四年一〇月に創設され、一〇月一四日、初めてこの制度に基づいて国債応募を指定金融機関に限定した国債発行が行われた。国債市場参加者特別制度とは日本版プライマリー・デューラー制度ともいわれている。プライマリー・デューラー制度は欧米諸国で導入されスキームも異なっているが、日本の特徴は弾力的な応札責任と落札責任に加えて証券会社だけでなくマーケット・メイクを行っていない銀行も指定金融機関に加えられる事、流通市場の責任はアウトライトや先物取引の実績に委ねられている事、発行者（政府）と指定金融機関が相互に意見を調整する場所が設定されている事、などにある。

指定金融機関は公募入札で発行される全ての国債に応札義務と落札義務が課されている。平成一〇年以降、国債が大増発され市中消化額が拡大しているが、日本版プライマリー・デューラー制度の創設によって、国債の安定した市中消化が期待できる。これまで国債の市中消化方式は一〇年債がシ団引受けて発行され、一〇年債以外の国債は公募入札で発行されてきた。だが、海外からシ団引受け発行は「内部調整で引受価格やシェアを決めている不透明な慣行」と批判されてきた。⁽¹⁾ また、公募発行については今後の金融情勢次第では「未達」の危惧も払

拭できなかつた。日本版プライマリー・データー制度が定着すれば、こうした難点が軽減され解決される。日本版プライマリー制度が軌道に乗れば、シ団引受け発行は廃止されることになっている。日本版プライマリー・データー制度の創設は国債発行方式に段階的変化を画するものと言わねばならない。

そこで、以下では、日本版プライマリー・データー制度導入の意義を明らかにするため、まず、従来の国債市中消化方式、とりわけシ団引受け方式の問題点を検討し、次に、シ団引受けと公募発行の関係相互を概観し、最後に日本版プライマリー・データー制度のスキームをみていきたい。

2 シ団引受け発行の変貌と問題点

(1) 長期国債の発行開始とシ団引受け発行

長期国債は昭和四〇年度から発行が開始されたが、昭和四〇年代を通じて発行された国債は長期国債一種類のみで、かつ、発行方式はシ団引受けによるものであった。昭和五〇年代には長期債以外の国債が公募で発行されるようになるが、五〇年代においても一〇年債が圧倒的であった(後掲図表1参照)。シ団引受け発行の最大の特徴は、全額が市中消化され公募残が発生しない点にある。国債はシ団メンバーの金融機関に対して資金力に応じて引受シェアが決定され、引受シェアに基づいて発行額が割り当てられる。市場実勢を無視した低利国債であつても、金融機関は低利国債引受けの代償を享受する事が出来る限り、国債を御用金として引き受けたのである。金融機関の引き受けた国債は発行後一年を経過すると、日銀は国債を全額を買い取つてくれた。金融機関の引受けた国債は市中売却が禁止されていたが、一年後に日銀が全額買い取つてくれたから問題は無かつた。金融機関にとって長期国債は短期国債と同じであつた。

証券会社はシ団引受額の約一割を引き受けた。証券会社引受分については日銀信用に依存できないので市中売却せねばならない。国債は市場実勢を無視した低利で発行されているため、応募者利回りと流通利回りに大幅な乖離が発生して市中売却が困難であった。証券会社は市中売却が困難な国債ではあるが、将来の引受け業務拡大の先行投資として引受けに協力したといわれている⁽²⁾。市中売却が困難な国債は、税制上の優遇措置である国債小額非課税制度、零細な投資単位であつても国債投資が可能な国債累積投資制度を活用して、個人を対象として市中売却を行った。手数料については、証券会社のみが募集を行うので金融機関から手数料五〇銭のうち五銭を特別手数料として証券に帰属する事にしたのである。

(2) シ団引受け発行額の圧縮と公募発行の拡大

市場実勢を無視した低利国債であつても、シ団金融機関は低利国債引受けの代償を受け取る事が出来る限り国債を御用金として割り当て分を引受けた。ところが、昭和五〇年代の国債大量発行によつて日銀が従来のように全額買い取る事が不可能になると、国債の強制割り当て発行に対する金融機関の抵抗が始まる。昭和五六年六月、シ団金融機関は「かかる低利の国債を引受ける事は預金者に対する背徳行為である」として、国債の引受けを拒否したのである。シ団メンバーが国債の引受けを拒否した結果、政府は休債に追い込まれた。この時点から、国債の応募者利回りと流通利回りに乖離が発生すると、シ団金融機関は国債の引受けを拒否し、休債が常態化する事になった。

休債が常態化してシ団引受け発行が困難になると、国債を継続的に発行するためには、従来の発行方法を変更しなくてはならない。まず、シ団引受け発行額の減額である。シ団引受け発行が困難になった昭和五六年、シ団引

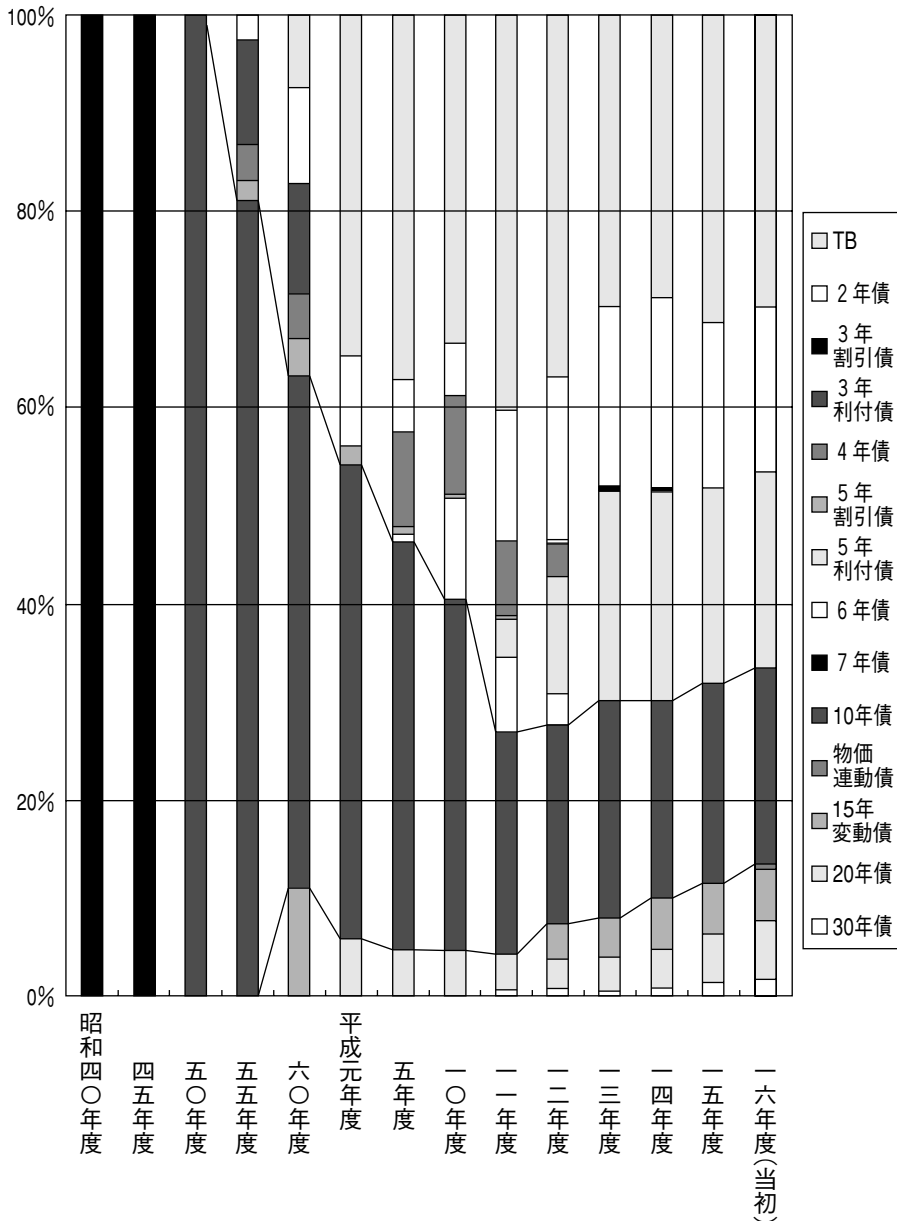
受けの発行額は当初計画額を下回る事になった。次に、シ団引受で発行できなかった部分を公募発行で補う事になる。図表1をみると、昭和五〇年代中頃以降、一〇年債以外の国債が次第に増加している事が示されている。中期利付国債の公募発行拡大に加えて、規制金利体系外の国債が直接発行され、五六年には中期国債が、五八年には一五年物、二〇年物の直接発行が行われた。公募発行は五〇年代中頃以降から次第に増加し、昭和六〇年以降になると一〇年債を圧倒するようになる。さらに、シ団引受け発行を継続するには市場実勢を尊重して応募者利回りを決定する必要がある。シ団引受で発行される一〇年国債の応募者利回りは休債を契機に次第に市場実勢を尊重するようになり、昭和六〇年代には国債応募者利回りの市場実勢化は完了した。かくして、休債を契機としてシ団引受け発行が困難となり、代わって公募発行が圧倒的比重を占める事となり、一〇年国債の応募者利回りは次第に市場実勢化していった。

(3) 日米金融摩擦とシ団引受け発行の公募化

シ団引受けによって発行される国債は、昭和六〇年以降、市場実勢を尊重して発行されるようになり、一〇年国債は流動性の高い信用力のある金融商品に変貌した。この時点から、シ団引受けの固定シェアは従来の御用金から既得権益に変貌する。

図表2は、一〇年物国債が市場実勢化した時点からシ団引受け発行に対するアメリカの要求を時系列に従って整理したものである。日米円ドル会議のあと定期的にフォローアップ会合が開かれ、その会合で外国証券会社のシ団引受けのシェア拡大要求、シ団引受け発行の公募化の要求が次々に出されてきた。シ団引受け方式が日米金融摩擦にまで発展したのは、まず、一九八六年一二月に野村・大和証券がアメリカでプライマリー・ディーラー

図表1 満期構成別にみた国債発行額の推移（市中消化分：実績ベース）



(出所) 財務省理財局「国債管理政策の現状と今後の課題」平成16年11月

図表2 シ団引受け発行方式・公募発行に対するアメリカの要求

1986年9月……第4回日米円ドル委員会フォローアップ会合以降の米国の要求

- ①シ団内引受シェアの引き上げ ②中期国債の入札参加資格の緩和
- ③外国金融機関のシ団加入参加資格の緩和 ④公募入札方式への変更

1986年12月……野村・大和証券、プライマリー・ディーラーの資格獲得

日本の国債制度解放問題は政治問題へ発展

1987年4月……上記米国の要求の実施（①～③の実施）

- ①外国証券会社の引受シェアの引上（1.19%から5.725%へ）
- ②入札参加者は2社から19社へ
- ③シ団参加資格は在日支店開設後10年から5年に短縮

1987年4月……シェーマー下院議委員をはじめとする米国議員団の来日と完全公募化の要求

1987年5月……日米円ドル委員会フォローアップ会合と国債公募発行の要求

1987年5月……大蔵省要求受け入れ

- ①20年国債、公募入札方式への変更
- ②10年利付き国債の一部につき引受額入札方式を導入することを決定
- ③「約定日ベースの空売り」認可

1987年6月……大蔵省「金融・資本市場の自由化・国際化に関する当面の展望」発表

- ①短期金融市場の拡充
- ②外国金融機関のアクセス改善

1987年9月……20年利付き国債の公募入札発行実施

1987年11月……10年利付き国債の引受額入札方式実施

1988年4月……日米円ドル委員会フォローアップ会合

外国証券会社の引受シェアアップと競争入札導入の要求

1988年8月……「米国包括貿易法」の成立（金融報復条項を含む）

1988年9月……大蔵省「国債市場の整備等について」発表

- ①シ団制の枠組みの中で10年債の発行方式への部分的競争入札の導入
- ②外国金融機関の引受シェアを現行の約3倍へ引き上げ
- ③外国証券会社4社のシ団幹事参入 新たに4社が参加
- ④国債流通市場の整備 貸し債券市場整備およびショートセールについて検討開始

1989年4月……10年債の価格競争入札方式の実施

1989年5月……債券貸借市場の創設とショートセールの認可

1989年8月……FRB、金融報復条項の適用見送り

1989年9月……短期国債3カ月物発行

（出所）楠本広一郎「国債発行方式の一部変更について」『公社債月報』（1987年9月号）、木村浩一「変貌する国債市場」『大和投資資料』（1989年4月号）、「変貌する国債発行市場」『金融財政事情』（1988年9月26日号）より作成

の資格を獲得した時からである。アメリカの要求を受けて日本は直ちに外国証券会社の引受けシェアを拡大し、シ団引受け発行の一部に引受額入札方式を導入する事を決定した。そして、日本は「金融・資本市場の自由化・国際化に関する当面の展望」を発表し外国金融機関のアクセス改善を約束した。一九八八年八月には日本を念頭に置いた金融報復条項を含む「米国包括貿易法」が成立した。「米国包括貿易法」が成立すると、翌九月、即座に大蔵省は「国債市場の整備等について」を発表し、シ団引受け発行に価格競争入札方式を導入する事、外国証券会社の引受けシェアを三倍に引き上げる事など、アメリカの要求を全面的に受け入れる回答を行った。この回答によって、一九八九年八月、FRBは日本に対する金融報復条項の適用を見送ったのである。図表2でみるこの間の推移は、息詰まるドラマを観る思いがする。

引受額入札方式が導入された後、価格競争入札方式が導入された。価格競争入札方式では、入札によって決定された国債発行条件が入札部分だけでなく、固定シェア分についても適用されるといふ点に特徴がある。この方式の導入によってシ団引受の国債発行条件の決定権は政府から市場に委ねられたのである。価格競争入札のシェアは当初は四〇%であったが、その後シェアは次第に拡大し、今日ではシ団発行総額の八五%

図表3 シ団引受けの固定シェアと入札シェアの推移

期 間	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5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

(資料) 財務省「国債管理政策について」平成16年10月より作成

達している。図表3で見ると、特にこの数年、価格競争入札シエアが拡大しているが、これは政府がシ団引受の廃止を念頭に置いているからと思われる。かくして、価格競争入札方式の導入及び入札シエアの拡大によって、今日では、シ団引受け発行は限りなく公募発行に近づいたと言わねばならない。また、シ団引受けによって発行される国債は、市中消化の発行額に占める割合は前掲図表1で見ると約二割である。固定シエアで発行される国債はそれほど大きな額ではない。

シ団引受け発行が限りなく公募発行に接近したとはいえ、なお固定シエアで発行される部分が残されている。そして、この引受けシエアについては海外からの強い批判がある。また、シ団引受けには図表4でみるように引受け手数料が支払われている。この手数料は近年、大幅に引き下げられているが、シ団引受け発行が公募化した今日、手数料の意味が従来とは異なり発行者にとって追加的コストとなっている。手数料は年間約二二〇〇億円と言われている。⁽³⁾追加コストを軽減し、また、外国証券会社の非難の対象となっている固定シエアの問題を解決するには、シ団引受け発行を廃止して公募入札発行に移行する事が必要である。日本版プライマリー・ディーラー制度が導入されたのは以上に見た問題を解決するためであった。

図表4 シ団引受け手数料の推移

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) 財務省『国債管理政策の変化』2004年10月6日

3 公募発行の拡大と未達の回避

(1) 公募発行の拡大と国債種類の多様化

国債の公募発行が始まるのは昭和五〇年代になってからであった。昭和五三年六月には三年物中期利付国債、五四年六月には二年物中期利付国債、五五年四月には四年物中期利付国債が公募で発行されるようになった。公募発行であれば発行条件は市場実勢を反映して決定されるはずのものである。ところが、公募発行開始直後は応札価格に人為的な介入がなされた。一〇年物国債の応募者利回りが実勢以下で発行されているので、中期利付国債の応札価格に対して露骨な介入がなされ、その介入は「肩叩き」、「棒叩き」、「棍棒叩き」と揶揄された。しかし、上述した休債を契機に応札価格に対する介入が行われなくなった。そして、休債を契機に公募発行が拡大していく。シ団引受け発行額が減額され、代わって公募発行が拡大したのである。

国債種類の多様化については、金融機関の主要な金融商品との競合が可能な限り回避された。銀行の定期預金と競合する年限構成の中期利付国債は発行額が少なく、競合の少ない年限構成の国債が発行された。国債と既存金融商品の競合回避は、五年債に典型的に現れている。昭和五二年一月、五年物割引国債が個人消化を予定して発行される事になった。この五年債の発行に際して、興長銀を中心として金融界は大反対のキャンペーンを行った。五年債は五年物の利付金融債や金銭信託、貸付信託と競合するからである。このため、政府は五年物割引債の発行に際して発行額は年間三〇〇億円とすること、五年物は割引債に限定して利付債の発行は行わないこと等を約束せざるを得なかった。五年物利付国債の発行は、長短金融分離の原則が撤廃されるまで待たねばならなかった。平成一二年二月から五年利付国債が公募で発行され、翌年には四年債と六年債が五年債に統合され、五年利付国債は中期利付国債の中核国債なり発行額も一〇年債と並ぶにいたった。そして、前掲図表1でみたよう

に、公募によって国債の圧倒的部分が発行されるようになったのである。

(2) 公募発行と未達の可能性

公募入札発行の場合、シ団引受け方式と異なり、発行予定額が必ずしも全額応札されるわけではない。応札額が発行予定額に満たない「未達」の可能性を排除できない。国債金利が乱高下を繰り返す場合、国債が市中消化能力の限度を超えては発行される場合、この可能性は一段と高まる。

実は、これまでも「未達」が生じていた。平成一四年九月二日、一〇年物国債の価格競争入札方式で未達が発生した。入札予定額一兆三五〇億円に対して応募額は一兆一八五二億円にとどまり、応募額が入札予定額に達しなかったのである。シ団引受けの価格競争入札で未達が生じたので、入札の残り部分はシンジケート団が引受けて発行額の減額や発行取り止めという事態は避ける事が出来た。しかしながら、その影響は大きかった。平均落札価格九九円九八銭であったが、入札未達で価格は九九円八銭まで下落したのである。⁴⁾ また、前述した昭和五六年六月～八月の休債も未達といえるだろう。

もう一つの事例は、平成一四年二月七日の事例である。未達では無かったが、「事実上の未達」ではないか、という事例である。『日本経済新聞』は、「事実上の未達」として、次のように伝えている。

「『あれは事実上の未達だったのではないか』、市場関係者の間で、七日に実施された五年物国債の入札に対してそんな見方がささやかれている。

入札の未達とは、金融機関からの応札額が募集額に満たない事。未達が起きると入札への信頼が失われて

長期金利が急上昇する恐れもある。この日の応募倍率は一・一八倍で五年債として過去最低を記録。表面的にはかろうじて未達は免れたが、事態はもつと危うかったとの指摘がある。危機を救ったのは『大手証券会社の捨て札だった』と、ある市場関係者は明かす。証券会社は本気で国債を落札する気が無い場合も、『お付き合い』で市場予想より低い価格（高い金利）で札を入れる。それがなければ未達だったというのだ。予想外の入札の不調を受けて市場は動揺。一〇年物国債の利回りは一・五七%と、約一年一ヶ月ぶりの水準まで上昇した。未達が起きていたらこの程度の上昇ではすまなかったと見る市場関係者もいる⁽⁵⁾。

国債の市中消化額はこの数年間で急増を続け、平成一四年度には一〇〇兆円を超え一六年度は一四兆年が予定されている。また、平成一〇年度に増発された国債は間もなく満期償還を向かえ更に巨額の国債借り換えが必要となる。市中消化額の急増に対応して「未達」の可能性が更に高まることとなる。この可能性を軽減し排除するには、主要債券ディーラーが応札責任と落札責任を分担する国債発行方式が必要となる。日本版プライマリーディーラー制度はこの必要に答えるために創設されたのである。

4 国債市場特別参加者制度のスキーム

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）は、以上に見てきたように、シ団引受け発行方式の廃止を念頭に置いて創設された。更に、公募発行の未達の危険性を軽減し国債の安定消化と流動性維持に向けた制度の整備であった。

国債市場特別参加者制度の概要は図表5で要約されている。この図表を見ながら制度のスキームを概観してみ

図表5 国債市場特別参加者制度の概要

1. 「国債市場特別参加者」の責任

(1) 応札責任

全ての国債の入札について、競争的に、積極的に、相応な価格で、発行予定額の3%以上の相応な額を応札すること。

(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おいて、落札実績額及び引受実績額の、発行予定額に占める割合が、一定以上（原則1%）であること。

(3) 流動性提供責任

国債流通市場に十分な流動性を提供すること。

(4) 情報提供責任

財務省に対して、国債のアウトライイト取引、債券先物取引、店頭オプション取引及び円金利スワップ取引等の取引動向等に関する情報を提供すること。

2. 「国債市場特別参加者」の資格

(1) 定例会合への参加資格

原則として四半期に1回開催される全ての特別参加者との会合（国債市場特別参加者懇談会）に参加し、国債管理政策のあり方等、制度の運営に当たって財務省と意見交換等を行うことができる。また、原則として四半期に1回、財務省との個別会合に出席し、意見交換等を行うことができる。

(2) 買入消却への参加資格

財務省が実施する買入消却のための入札に参加することができる。

(3) ストリップス債の元利分離・元利統合申請資格

ストリップス債の元利分離・元利統合の申請を行うことができる。

(4) 国債市場特別参加者・第Ⅰ非価格競争入札（仮称）及び第Ⅱ非価格競争入札（仮称）への参加資格

財務省が実施する国債の入札に際して、価格競争入札の他に、国債市場特別参加者・第Ⅰ非価格競争入札及び第Ⅱ非価格競争入札に参加することができる。第Ⅰ非価格競争入札及び第Ⅱ非価格競争入札においては、各特別参加者は価格競争入札における発行額の加重平均価格で、あらかじめ個社に設定された、一定の限度額まで優先的に募入決定を受けることができる。

(5) 金利スワップ取引への参加資格

財務省が実施する金利スワップ取引の優先的な取引対象先となることができる。

(6) 流動性供給入札への参加資格

特定銘柄の需給の著しい逼迫等の要因により、国債市場の流動性が低下し、国債市場の機能が損なわれることを回避する観点から、国債市場の流動性の維持・向上等を目的として財務省が実施する、流動性供給入札に参加することができる。

（出所）財務省『日本国債ガイドブック2004』

よう。特別参加者は四つの義務を負っている。まず、一〇年物国債だけでなく全ての国債入札に三%以上の応札義務がある事、次に、原則一%以上の落札義務があること、更に、流動性提供の義務である。諸外国のプライマリー・デューラー制度ではマーケット・メイクを義務付けているところが多いが、日本の制度は流動性の提供为国債のアウトライト取引の取引高と取引価格の提示状況、債券先物取引の取引高を問題にしている。従って、マーケット・メイクの責任の無い銀行も特別参加者のメンバーに加えられる。第四に、財務省に対して国債取引動向等に関する情報の提供を義務づけている。国債特別参加者に義務づけられた応札責任・落札責任によって国債の安定消化が期待されているのである。

応札責任・落札責任に加えて、国債の安定消化のため、特別参加者に対して別枠で新発債の

図表 6 国債市場特別参加者制度の指定企業

証券会社 (20社)	銀行 (5社)
岡三証券	東京三菱銀行
クレディ スイス ファースト ボストン証券	みずほ銀行
ゴールドマン・サックス証券	みずほコーポレート銀行
J P モルガン証券	三井住友銀行
新光証券	U F J 銀行
大和証券 S M B C	
ドイツ証券	
ドレスナー・クライノート・ワッサースタイン証券	
日興シティグループ証券	
野村証券	
パークレイズ・キャピタル証券	
B N P パリバ証券	
みずほインベスターズ証券	
みずほ証券	
三菱証券	
メリルリンチ日本証券	
モルガン・スタンレー証券	
U F J つばさ証券	
U B S 証券	
リーマン・ブラザーズ証券	

(注 1) 『日経公社債情報』2004年10月4日より作成

(注 2) U F J 銀行は2004年10月14日から2004年末まで特別資格停止

追加発行が行われ入札が実施される。入札日の夕方に特別参加者向けに別枠で入札が実施される。特別参加者は応札の義務だけでなく特別な入札への参加という特典が提供されているといえよう。

更に、需給の逼迫した人気の高い既発債の追加発行に特別参加者が応札できる事である。特定銘柄国債の需給が逼迫すれば国債の市場流動性が低下する。特定銘柄の国債の需給逼迫を緩和するため追加発行が行われ、この追加発行には特別参加者のみが応札できるのである。

特別参加者は国債管理政策の在り方や制度の運営に当たって財務省と意見交換等を行う事ができる。この懇談会が「国債市場特別参加者会合」であり、従来の「国債市場懇談会」が国債市場特別参加者制度の創設に伴って発展的に解消したものである。⁽⁶⁾

財務省は特別参加者に証券会社と銀行の二五社を指定した。指定企業は図表6の通りである。ただし、UFJ銀行は今年度末まで特別資格を停止されたので、当面は二四社が指定企業となる。指定された企業はいずれも主要ディーラーなので国債消化の約九割までカバーされると思われる。

シ団引受け発行は、前掲図表3でみたように、価格競争入札のシェアが引き上げられ限りなく公募発行に近づいている。国債市場特別参加者制度が軌道に乗れば、近い将来においてシ団引受け発行は廃止される事になっていく。日本の国債発行方式は国債市場特別参加者制度の創設によって段階を画する新たな局面を迎えたといえよう。

(注)

(1) 『日本経済新聞』二〇〇二年七月三日

(2) 岩井宣章「国債発行の自由化プロセスの日本の特徴―市場仲介者サイドの視点からの一考察」証券経済学会第六二回全国大会報告(桃山大学) 二〇〇四年一月二八日

(3) 『日本経済新聞』二〇〇二年二月三日

(4) 『日本経済新聞』二〇〇二年九月二日、九月二七日

(5) 『日本経済新聞』二〇〇二年二月七日

(6) 国債市場特別参加者制度は「国債市場懇談会」で検討されてきた。シ団引受け発行の問題点についても「国債市場懇談会」で繰り返し検討され、特に平成一三年一月九日に開催された第一二回国債市場懇談会ではシ団引受け発行の問題点が詳細に検討されている。また、平成一六年三月三十一日に開催された第三三回国債市場懇談会では、国債市場特別参加者制度について、指定企業の特別参加者全員がこの制度を優れた制度であると肯定的に評価している

参考資料

・辻 貴博「国債市場特別参加者制度の概要―国債の安定消化と流動性維持・向上に向けた制度整備」『金融財政事情』二〇〇四年一月一五日号

・財務省「国債市場特別参加者制度運営等基本要領の概要」平成一六年三月三一日

・「国債市場懇談会(第三三回) 議事要旨」平成一六年三月三一日

・財務省「日本国債ガイドブック二〇〇四」

・「国債市場懇談会(第一二回) 議事要旨」平成一三年一月九日

(なかじま まさたか・客員研究員)