

証 研

レポート

No.1692

2015年10月

証券会社収入の変化をどう見るか

二上季代司（1）

英国の投資型クラウドファンディング規制

松尾 順介（10）

預金封鎖・E L A・改革プログラム

～ギリシャ危機と「最後の貸し手」～ 伊豆 久（22）

日銀の国債保有状況と国債市場の流動性

志馬 祥紀（32）

流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか

中島 将隆（56）

証券会社収入の変化をどう見るか

一上季代司

半年ごとに日本証券業協会は加盟正会員の決算概況を公表している。同様に、東京証券取引所もかつての正会員にあたる総合取引参加者の決算概況を公表している。これらの決算概況を時系列的に並べてみると、証券会社の収入構成には長期的な傾向として変化の方向性が看守される。収入構成の変化は各種収入の伸長度合いに格差があることを反映しており、そのことは、各種収入源泉である各証券ビジネスの成長度合いに格差があることを意味する。いいかえれば、証券会社にとって自ら営んでいるビジネスの将来性を暗示しているのであるから、収入構成の変化は重大な関心事であることはいうまでもない。

他方、金融商品取引法（以下、金商法と略）が施行された二〇〇七年以降、日本証券業協会の正会員は「第一種金融商品取引業者（以下、第一種業者と略）」となった。証券会社は第一種業者であるが、「逆は真ならず」である。第一種業者には「証券会社」だけではなく「金融先物取引業者」、たとえば外為証拠金取引（いわゆるFX）業者も含まれるのである。また、金商法によって兼業規制が大幅に緩和されたことから、投資顧問業そのほかの業者も何社かが、第一種業登録を行い協会に加盟するようになった。

金商法は旧証券取引法のほか金融先物取引法や投資顧問業法等を横断的に包含しているために、狭義の証券業を全く含まないFX業者や投信委託業者・投資顧問業者も証券業協会の正会員として加盟するようになったのである。この結果、証券業協会加盟正会員の収入構成は、こうした「非有価証券関連業者」の収入にも左右される

こととなった。

そこで、協会の収入構成の変化は、どの程度まで証券会社ビジネスの変化を実体的に反映しており、どの程度まで、法制上（あるいは分類上）の取り扱いの変化によるものだろうか。以下では、この点について、考えてみることにしたい。

1 一〇年間の社数の変化

前期二〇一五年三月期と一〇年前の二〇〇五年三月期ならびにその間の九年間平均をとって、証券業協会の収入構成の変化をたどってみよう。表1は全社ベースで、日本証券業協会がホームページ上で公表している「会員の決算概況」より作成したものである。表2は東証総合取引参加者ベースで、東証がホームページ上で公表している「東証総合取引参加者の決算概況」より作成したものである。表3はそれ以外の協会の数値で、全社ベースから東証総合取引参加者の数値を控除して算出した数値である。（なお、以下では、東証総合取引参加者を、過去の慣例に従って「東証会員」、それ以外を「東証非会員」と簡略化する⁽¹⁾）

表1 日本証券業協会加盟正会員の収入構成

	2005年3月期	2006年3月期～ 2014年3月期平均	2015年3月期
社数	267	287	251
営業収益（百万円）	3,388,765	3,744,453	4,156,310
受入手数料	65.6%	61.5%	55.2%
委託手数料	28.0%	20.0%	16.6%
引受手数料	6.4%	4.2%	3.9%
募集手数料	6.7%	10.8%	11.2%
その他手数料	24.5%	26.5%	23.5%
トレーディング損益	21.3%	20.6%	29.8%
金融収益	12.8%	17.0%	13.9%
信用取引収益	2.2%	2.2%	2.3%
その他営業収益	0.3%	0.9%	1.1%
金融費用	9.9%	12.0%	8.4%
販売管理費	68.5%	72.6%	67.7%

(注) パーセンテージは営業収益を100%として算出したもの。

表2、表3も同様である。

(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」より作成。

こととなった。そこで、協会の収入構成の変化は、どの程度まで証券会社ビジネスの変化を実体的に反映しており、どの程度まで、法制上（あるいは分類上）の取り扱いの変化によるものだろうか。以下では、この点について、考えてみることにしたい。

ある。これによると、全体の社数はこの一〇年間、市況と連動して増減しているが、新規に取引参加権を得る業者は少なく、合併や自主

表2 東証会員の収入構成

	2005年3月期	2006年3月期～ 2014年3月期平均	2015年3月期
社数	108	103	94
営業収益(百万円)	3,203,367	3,451,776	3,588,200
受入手数料	64.6%	61.6%	56.2%
委託手数料	27.8%	20.3%	17.9%
引受手数料	6.7%	4.5%	4.5%
募集手数料	6.8%	11.1%	11.9%
その他手数料	23.3%	25.6%	22.0%
トレーディング損益	22.3%	20.8%	29.3%
金融収益	13.0%	17.6%	14.4%
信用取引収益	2.2%	2.3%	2.6%
その他営業収益	0.1%	0.1%	0.2%
金融費用	10.2%	12.4%	8.6%
販売管理費	67.5%	71.0%	65.4%
(参考)			
営業収益の占有率	94.5%	92.2%	86.3%

(注) 最下段は証券業協会正会員全社の営業収益のうちで東証総合取引参加者が占める割合。

(出所) 東証「総合取引参加者の決算概況」より作成。

表3 東証「非」会員の収入構成

	2005年3月期	2006年3月期～ 2014年3月期平均	2015年3月期
社数	159	184	157
営業収益(百万円)	185,398	292,677	568,110
受入手数料	82.2%	61.0%	48.9%
委託手数料	31.7%	15.7%	8.3%
引受手数料	0.9%	0.7%	0.2%
募集手数料	4.9%	7.7%	6.9%
その他手数料	44.8%	36.9%	33.5%
トレーディング損益	5.3%	18.6%	33.0%
金融収益	9.5%	10.4%	10.9%
信用取引収益	2.3%	1.3%	0.4%
その他営業収益	3.0%	10.0%	7.2%
金融費用	4.5%	7.0%	7.3%
販売管理費	85.8%	90.9%	81.9%
(参考)			
営業収益の占有率	5.5%	7.8%	13.7%

(注) 営業収益の占有率については表2と同じ。

(出所) 表1と表2の差額から算出。

廃業などで減少する業者のほうが多かったのである。こうして、全体の社数の動きは主として東証非会員の新規参入と退出（自主廃業や合併）の動きに左右される。実際、この一〇年間で約一二〇社が新規に第一種業に登録し協会に正会員として加盟、他方で自主廃業・合併等により一四〇社近くの業者が退出したが、そのほとんどが東証非会員である。全業者のほぼ半分が入れ替わっている計算になるが、それは主として東証非会員の業者の枠内でのことであるといつてよいだろう。

そこで、二〇一五年三月末時点の二五一社について、各社ホームページ、上場会社の場合には有価証券報告書、決算公告、ディスクロージャー誌（「業務および財産の状況に関する説明書」）そのほかにより、有価証券関連業者と非有価証券関連業者に分類したところ、表4のようになった。なお、証券業協会の分類では、外国証券会社のカテゴリについて、国外法に基づく証券会社がわが国において設置している在日支店と定義し、その数を一五社としているが、ここでは株主構成（つまりガバナンス）から見て、外国証券会社と目されるものを拾い上げている。

これによると、国内証券と外国証券は一八五社と六六社、証券関連業者と非証券関連業者は一八六社と六五社となる。なお、証券関連業者とは、有価証券の①ブローカー、②ディーラー、③アンダーライティング、④ディスクロージャーティンクおよびそれに関連する業務を指しており、非証券関連業者とは、それ以外の業務を指している。具体的には、投信委託業、投資顧問業などの投資運用業に分類できるものやFX（外為証拠金取引業）専業が非証券関連業といえよう。なお、証券化やファンド組成・販売業務についてもこの表では非証券関連業に含めている。その理由は、当該業者のディスクロージャー誌その他の資料では、主な収入項目が「その他手数料」や株式・債券以外の「その他トレーディング収益」、「その他営業収益」から構成されているからである。つまり、

有価証券関連業から生まれる収入以外の収入から成り立っている、と目されるからである。

また、有価証券関連業に分類できる業者においても、PTSや店頭デリバティブなど、伝統的な証券業務とはいいたい業務特性を持つ業者も見られる。そしてこれらのほとんどが、東証非会員業者であり、かつ、この一〇年ほどの間に、増えてきているのである。

2 収入構成の変化

次に営業収益の占有率を見ると、東証会員のシェアは絶対的にはなお高いものの、徐々に低下しつつあり、非会員は六%から一四%近くまで上昇している。非会員業者の存在感が増しているのである。

そこで、収入構成を見ると、東証会員の場合は、「委託手数料」、「引受手数料」が絶対額としても減少し、営業収益に占めるウェイトも三五%から二三%へ低下している。その反面、「募集手数料」や「トレーディング益」の増え方が顕著で、両者合わせて営業収益の二九%から四一%に上昇している。

他方、東証非会員の収入構成はどうであろうか。委託手数料は激減し、引受手数料はもともと一%にも満たない。その反面、「トレーディング益」の増え方が顕著で、もともとウェイトの極めて高い「その他手数料」と合わせて、営業収益の六

表 4 証券業協会加盟251社の分類

	証券関連	非証券関連	内訳		
			資産運用 関連	FX (外為 証拠金取引)	そのほか
国内業者185社 うち東証会員	145 (74)	40 (1)	21	15 (1)	4
外国業者66社 うち東証会員	41 (20)	25 (0)	20	5	

(注) 「非証券関連業」とは有価証券関連業を営まない業者をいう。また「資産運用関連」とは投信委託業、投資顧問業などの投資運用、ファンド・証券化組成販売をさす。

2015年3月末、営業休止中の3社を含まない。

七%を占めているのである。また、有価証券関連業以外の業務を源泉とする「その他営業収益」のウェイトも比較的高い。なお、東証会員、非会員ともに「受入手数料」では「その他手数料」が最大項目となっている。

そこで、こういった収入構成のなかで、ウェイトを高めた、あるいはもともと高い収入項目について、もう少し具体的に見ておこう。

まず、東証会員、非会員ともに受入手数料の中で最大項目となった「その他手数料」を見よう。東証会員には大手、準大手のほか、メガバンク系証券、大手外資系投資銀行などが含まれているが、これらの「その他手数料」は、M&A等のコーポレートファイナンスにかかるアドバイザリー収入と投信の代行手数料が大きな構成部分となっている。M&Aのアドバイザリーランキングは、大手、メガバンク系、外資系投資銀行が上位にくることから、コーポレートアドバイザリー収入はこれらの大手に偏っていると考えられる。他方、国内証券会社の場合には大手から中小まで、投信販売に傾注する業者が多いことから投信代行手数料が多いと推定される。

では、東証非会員の場合にはどうか。東証非会員一五六社の業務別内訳は、非証券関連業で、資産運用関連が四一社、FXが二〇社と目される(表4、参照)。また、証券関連業では、①外国証券二一社(外資系に買収されるなどの国内証券も含む)、②地方を含む中小証券四七社(地銀系含まず)、③銀行系証券一四社(うち地銀系九社)、④国内PTS七社などとなっている。

地銀系証券や中小証券の場合の「その他手数料」は、投信代行手数料が多いと考えられるが、資産関連業者のうち投信委託業や投資顧問業者の主たる収入は、投信の運用からくる「委託者報酬」や一任運用の「投資顧問料」である。その他の資産関連業者の中には、海外のファンド販売について海外運用会社の販売を取次いでいる事例も見られるが、その取次手数料や顧客斡旋料も「その他手数料」に計上されている。また、FX専業の場合、取

引所FXのブローカー業務では、「委託手数料」に計上される場合と「その他手数料」に計上される場合が散見される。⁽²⁾

次に、営業収益のうちで最大項目となっているトレーディング益について見よう。国内証券会社の場合には、預かり資産積み上げ営業の代表的な商品として投信のほかに外債にも注力しているので債券等のトレーディング益が多いということは推察できる。ただ、東証非会員の場合は、伸び方が急速であるため、それだけでは説明できない。他方、東証非会員の金融収益・費用のウェイトが比較的小さいことからポジション保有のファンディングコストが小さいという特徴がある。ここから類推できることは、店頭FXの売買スプレッドが考えられる。これは「その他トレーディング損益」に計上されるのである。

そのほか、CDS等の証券以外の店頭デリバティブの取り扱いについても、執行された場合の媒介手数料は、「その他手数料」に計上されているのだろう。外資系証券会社の場合にはこうした店頭デリバティブの媒介が多いと考えられる。

3 最後に

アメリカの証券業界の姿は、二〇年後の日本の証券業界を予想させる、とよくいわれる。そこで、アメリカ証券業界の収入構成を見れば、上述してきたことと重なる点が多い。表5は、アメリカのNYSE会員業者とNYSE非会員業者の収入構成を比較したものである。

これによると、NYSE非会員業者の営業収益に占めるウェイトは徐々に高まり、二〇一三年には四割近くになっている。また証券のブローカー・ディーラー・アンダーライティング・ディストリビューティングなど伝統

的な証券業務からの収入はNYSE会員でも半分に満たない。NYSE会員の最大収入項目は、M & A等の証券関連その他手数料と資産管理手数料である。つまり証券の流動性や発行を保証するビジネスではなく、投資家と発行会社に対するアドバイザー業務が中心的なビジネスになっている。このほか、NYSE非会員の場合には、証券業とは無関係な「その他収入」が三割を占めている。

もともと、わが国の場合は、以前は「証券業界」の土俵の外にいた業者が、金商法により土俵の中に入ってきただけ、とも解釈できる余地がある。どこからどこまで、証券ビジネスの変化を反映しているのか、なお注意深い検討が必要である。

注

(1) 証券取引所の株式会社化により、会員権は株主権と取引参加権に分離し、取引所で取引できる業者は「取引参加者」と呼ばれるようになった。このうち現物株やデリバティブなど取引所が提供するすべての市場での

表5 アメリカ証券業界の収入構成

	2001		2002-12 (年平均)		2013	
	NYSE	非NYSE	NYSE	非NYSE	NYSE	非NYSE
社数	261	5,241	211	4,721	183	4,024
手数料	13.8%	21.9%	13.2%	23.3%	14.2%	16.3%
売買益	13.0%	11.0%	4.5%	7.8%	7.3%	5.7%
引受収入	8.0%	1.8%	9.2%	3.4%	15.3%	6.7%
投信販売収入	3.2%	13.2%	3.2%	14.6%	4.0%	15.0%
信用取引利子	6.6%	1.2%	5.1%	1.6%	3.5%	1.2%
資産管理手数料	6.8%	7.4%	9.4%	10.6%	20.4%	14.5%
調査収入	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%
コモディティ収入	2.5%	0.6%	0.9%	0.5%	1.2%	0.1%
その他証券関連収入	40.9%	16.0%	44.8%	12.3%	24.5%	9.9%
その他収入	5.1%	26.8%	9.6%	25.8%	9.5%	30.5%
営業収入 (百万ドル)	194,768	78,401	199,894	92,648	162,843	101,662
シェア (%)	71.3%	28.7%	68.3%	31.7%	61.6%	38.4%

(注) 暦年ベース。「非NYSE」はFINRA登録業者の数値からNYSE会員業者の数値を差し引いたもの。パーセンテージは営業収入を100%として算出したものである。

(出所) 拙稿「証券業者ビジネスの変容について」(『証券レビュー』55巻8号、2015年8月) 所載の表より引用。

(2)

取引参加権を持つ業者を「総合取引参加業者」と呼称している。しかし、便宜上、依然として「取引所会員」と呼ばれることが多いので、ここでも簡略化して「会員」と呼称することとする。

取引所F Xの委託業務では、「委託手数料」に計上する業者と「その他手数料」に計上する業者などまちまちである。これらの会計処理は統一されるべきだろう。

(にかみ きよし・大阪研究所長)

英国の投資型クラウドファンディング規制

松尾 順介

はじめに

世界的なクラウドファンディングの拡大が見られるとともに、国内でも周知性が高まっている。クラウドファンディングの拡大は、ビジネス・起業、社会奉仕、科学、芸術、環境、エネルギーなどさまざまな分野に及んでおり、広範かつ多様な領域において、社会的インパクトを有するものと考えられる。特に、投資型クラウドファンディングにおいては、従来金銭的リターンだけを求めてきた投資資金に、社会や環境改善に貢献する可能性が見いだされたことから、投資の新しいあり方として注目される。

ただし、クラウドファンディング全体の中で、投資型クラウドファンディングの割合は、必ずしも高いものではない。その要因として考えられるのが、法制度による規制の要因である。投資型クラウドファンディングに関しては、寄付などとは異なり、どの国の法制度においても金融・投資規制の対象となる可能性が高い。投資型クラウドファンディングといえども、通常の投資の一類型に含まれ、投資者保護などの規制下に置かれるからである。しかし、投資型クラウドファンディングの場合、投資規模が少額であり、投資収益も少額にとどまる反面、規模の大小に関わらず、通常の規制が課されると、その規制を満たすための規制コストの負担は相対的に大きなものとなり、収益が圧迫される。その結果、投資スキームが成立しなくなる可能性が生じる。したがって、投資型クラウドファンディングが拡大・成長するためには、投資に関する規制緩和の必要性がある。しかし、過度な

規制緩和は、投資者保護を疎かにし、市場の信頼性を低下させる危険性も含んでいる。したがって、市場育成のための規制緩和と、投資者保護のための規制整備ないし強化とのバランスが公共政策上重要な課題となる。つまり、両者の側面を適切に配慮し、過剰規制も過小規制も排した、適切な法制度のあり方が検討されなければならない。

ところで、クラウドファンディングに関する制度改革のパイオニアは、二〇一二年四月にJOBS法を制定した米国であるが、同法に基づくSEC規則は未だ公表されておらず、制度改革が遅延が見られる。その間、わが国では、二〇一四年五月に金融商品取引法が改正された後、第二種金融商品取引業協会規則が制定された。他方、英国でも規制改革が進められている。特に英国では、規制改革を進めるとともに、自らの規制に関するレビューも行っており、今後の規制のあり方を検討する上で有益であると考えられる。

そこで、本稿では、英国のクラウドファンディング規制について検討し、その特徴を考察する。

1 FCAによる規制レビューの公表

英国では、投資型クラウドファンディング規制は、二〇一三年四月に設立された、金融行為監督機構(Financial Conduct Authority : FCA)によって担われている。

通常、投資型クラウドファンディングは、株式型と集団投資スキーム型に大別されるが、この二つのうち、集団投資スキーム(いわゆるUnregulated collective investment scheme : UCIS)を利用するクラウドファンディングに関しては、以下の規制が適用されている。その規制によると、UCISへの投資勧誘は、①プロフェッショナルな顧客、②認定された、もしくは洗練された投資者として自己申告している投資者、③富裕層として認定

されたリテール顧客に制限している⁽¹⁾。したがって、日本で見られるような、匿名組合形態による集団投資スキームを利用したクラウドファンディングは、英国の規制の下では、かなり難しいと考えられる。この規制が、英国で株式型クラウドファンディングの利用を促進した誘因のひとつと推測される。

その一方、株式型クラウドファンディングに関しては、従来の規制では、かなり柔軟に対応可能といわれてきたが、二〇一四年三月、FCAは新規制を導入した。この新規制について、FCAは調査レビュー⁽²⁾を公表しており、規制の概要と現状を説明している。以下、同レビューに依拠しつつ、英国の規制を概観する。

2 規制対象と投資者・業者規制

同レビューでは、投資型および貸付型クラウドファンディングに関して、FCAが規制上の責任を負っていることを確認した上で、投資型クラウドファンディングを、事業者によって発行された非上場株式および債券にクラウドファンディング・プラットフォームを通じて投資するものと定義している。ここでの資金調達手段は、登録された株式市場に上場されず、相当なリスクを有するものとされ、同レビューでは、これを「非流動性証券 (non-readily realisable securities)」と称している。

まず、FCAの規制は、この種の証券がインターネットその他の手法を通じて売買されることから、投資型クラウドファンディング・プラットフォームによるか否かに関わらず、これらの証券の分売全般を対象とするものとなっている。したがって、この規制は、これらの証券の売付けに関する新規の消費者保護規制の導入を意味している。そこで、この規制では、一定の基準を満たす消費者に対してのみ、業者は直接募集を行なうことができると定められている。その消費者とは、以下である。

- ① 規制上の助言を受けた者
- ② 富裕層または洗練された投資家として認定された者
- ③ この種の証券に対する投資額が純資産の一〇％以下であることが確認された者のうち、いずれかに該当する者

なお、F C Aは、業者に対して、顧客が規制上の助言を受けていない場合、そのリスクを認識しているかどうかを確認することを義務付けている。

次に、クラウドファンディング事業の認可申請書を受理する際、F C Aの求める情報提供を要求しており、事業開始について以下のステップを踏むよう奨励している。

- ① 規制に即した適切かつ詳細な事業計画（およびそれに関連するリスク）、予算、経営資源（人的、システム関連および資金）を提出すること
- ② 適切な非財務的資源を有すること（すなわち、役員会は金融規制に関して適切な知識と経験を有していること）
- ③ 申請書類の提出に際して、適切な資金を有すること（これは基準を満たすための将来の資金調達計画であってはならない）
- ④ 稼働中または適切に準備された段階にあるウェブサイト（試験サイトやアプリケーション、計画されたウェブサイトのスクリーンショットやアプリケーションを含み、ユーザーの入手可能なインターフェイスやファンクショナルティを明示するもの）を有しており、当該業者が認可された場合、そのウェブサイトがどのように稼働するのかを明示すること

⑤ 申請に際して、FCAの認可基準および条件項目について理解しており、完全な申請書類を提出すること

特に投資型クラウドファンディングの認可申請において、二〇一四年FCAは、申請者が整った内容の申請書類（上記の全項目の確認を含む）を提出すれば、速やかに決定を下してきたが、過去においては、FCAは業者がほとんど空白の申請書類を提出したり、当該事業にとって不必要な規制上の取組を行なうような問題に直面してきたことを同レビューは指摘している。

3 FCAによる監督のあり方

第三に、FCAによる監督については、同レビューは次のように説明している。二〇一四年、投資型クラウドファンディング・プラットフォームに対する監督は、当該業者の上級経営者の採用、ウェブサイトへのモニタリング、月次業務報告書（MI）の精査を行なった。この監督手法では、いくつかの点で規制上の介入が行なわれ、適切な消費者保護が確保された。つまり、この監督手法を採用したことで、適切な顧客だけが投資できること、さらに投資対象資産の属性やパフォーマンスおよび投資者の転売機会に関して、金融商品の勧誘は、透明かつ公正で、誤解を生じさせないものであることを確保する効果があった。

特にFCAは、潜在的投資者が情報を得た上で投資決定を行なえるよう、これらのプラットフォームが適切な情報開示を行なっていることについて確認するように尽力しているという。また、この情報は誤解を生じさせるようなものであつてはならない。例えば、プラットフォーム上で一般投資者にオファーされた株式がベンチャーキャピタリストによつて保有される株式と同一種類であるという業者側の主張は、真実であるべきである。つまり、これらの主張が正しいことを検証できず、業者側が誤解を生むような情報を一般投資者に与えて株式の購入

を促したのであれば、FCAは重大な関心を払うことになる。もしベンチャーキャピタリストが投資の成功によって利益を上げることができるとする反面、クラウドファンディングの投資者が当該株式の希薄化によって、同程度の利益を配分されないならば、深刻な事態となるからである。

人々が知識を共有するために、プラットフォームは投資者が投資機会についてコメントできるようにしておく必要がある。市場関係者によれば、否定的なコメントは、いくつかのサイトでは消去され、そこでは適切なリスクが看過されるように仕向けられる可能性があるという。FCAも英国内で適切な認可なしに規制上の投資業務を営んでいた数社に対して調査を行なっているとしている。

4 ウェブサイトおよび勧誘に関する規制

第四に、ウェブサイトおよび勧誘に関するレビューについては、以下の通りである。二〇一四年を通して、FCAは将来のことを考えて、クラウドファンディングの投資促進行為についてモニターするとともに、業者がFCAの基準に達していない場合には措置を講じた。その際、日常業務の監督に加えて、クラウドファンディングのウェブサイトに対して特定のレビューを行なった。二〇一四年の四月から一〇月の間、二五のウェブサイト（貸付型および投資型クラウドファンディングの双方を含む）では、透明、公正かつ誤解を生じさせないという、金融商品勧誘ルールおよび規定に対する違反が見られたとされている。

なお、投資型クラウドファンディングのプラットフォームでは、ほとんどのサイトで何らかの問題が確認されたことが指摘されている。そこで確認された問題は、以下である。

- ① バランスの欠如・利益は強調されているものの、明らかにリスク指標が欠如していた。

② 情報の不十分さ、欠落または選り好み…潜在的に誤解を生じさせるもの、あるいは投資について非現実的で楽天的印象を与えるものが含まれていた。

③ 重要情報の過小評価…例えば、全く資金が失われていないというクレームによってリスク警告が消去された。り、適切なリスク警告がパフォーマンス情報よりも目立たないようになっていた。

したがって、F C Aは該当するすべての業者に接触し、透明、公正かつ誤解を生じさせず、F C Aのルールを受け入れていることが確認できるよう、ウェブサイトに必要な変更を加えるよう指導した。その結果、F C Aが指導した業者は指導に従い、速やかに要請された修正を実行したという。したがって、F C Aはこの分野での金融商品の勧誘のモニタリングを継続し、基準に合致しない業者に対しては措置を講じるとしている。

5 小型社債に関する規制

第五に、F C Aは小型社債 (mini-bond) の勧誘に関しても、レビューしている。これは、社債の一種であり、小規模企業によって発行され、一般的に満期は三年から五年で、利率は六%～八%である。最近、この小型社債を小規模企業がクラウドファンディング・プラットフォーム上で発行し、事業のために資金調達する事例が増えているが、これらの企業は、銀行借入が困難なものや、資金調達を模索するスタートアップ企業である。

この小型社債は、投資者の間で知られるようになり、高利回りゆえに人気を博しているが、小規模企業の倒産率は高いため、潜在的な投資者にとっては、リスクを理解することが重要である。また、発行会社が倒産しても金融サービス保証制度によって保護されていない。したがって、これらの証券を不特定多数に販売する業者は、潜在的な投資者にリスクを明確に説明する必要がある。

FC Aがこの小型社債の販売をレビューした（これにはクラウドファンディング・プラットフォームと直接販売の双方を含む）ところ、下記の懸念材料が見いだされた。

① 小型社債は投資家の資金をリスクにさらすものであり、預金や元本保証の金融商品ではないという点が明確にされていないものが含まれている。

② 勧誘がバランスの良いものであることの重要性、特に元本リスクと金融サービス保証制度の対象外であることが明示されなければならない。

③ 公募社債（証券取引所上場の社債など）と比較されるが、そこには決定的な相違があること、例えば、小型社債は流動性がなく、保有者は満期まで保有せざるを得ないことは、投資者に明確にされねばならない。

④ 認可業者が非認可業者から金融商品の勧誘を要望された場合、当該認可業者は、金融商品の勧誘が公正、透明かつ誤解を生じさせないものであるという基準を充足していることを確認しなければならない。もしFC Aのルールを満たしていない場合、非認可業者が勧誘することを認めてはならない。

6 ソーシャルメディアに関する規制

第六に、二〇一四年八月、FC Aはソーシャルメディアによる金融商品の勧誘に対する監督手法に関するコンサルテーションを公表した。そのコンサルテーションでは、デジタルメディアによる消費者通信に関するFC Aの監督手法の概要が示されている。FC Aのルールは、消費者と業者との接触の最初の時点から、公正かつバランスの良い方法で、消費者に対して最小限の情報が与えられることを保証することを目的としており、それはインターネットであれ、その他のメディアであれ、メディアの種類に関係なく適用される。さらに、FC Aのルー

ルは、セクターに特化した条項を含んでいるが、その局面でも透明、公正かつ誤解を生じさせない情報交換を行なうべきことを包括的な方針としている。

7 新規制の評価

最後に、新規制の評価について、FCAは新規制導入後もクラウドファンディング市場が急速に拡大し続けていることを確認した上で、まだ判断するには時期尚早としつつも、消費者保護の強化を図りつつ、業者側に対する規制緩和を進めるためには、クラウドファンディング規制を変更する必要性は認められないとしている。ただし、引き続きクラウドファンディング市場と規制のあり方に関するレビューを行ない、規制の変更の必要性があるかどうかを判断するため、二〇一六年段階でレビューを公表するとしている。

なお、英国での投資型クラウドファンディングの成長は、二〇一二年三九〇万ポンドであったのに対し、二〇一三年二八〇〇万ポンド、二〇一四年八四〇〇万ポンドと拡大しており、今後どのように新規制の影響が見られるのか注目されるところである。

8 日米英の規制の比較

以上のように、英国のクラウドファンディングに関する規制を見た上で、日本の第二種金融商品取引業協会規則および米国のクラウドファンディング法と比較すると、以下の共通点を挙げることができる。

第一に、プラットフォームの運営業者について、日本では、金融商品取引業者として規制を受けるため、資金規制が課されるが、その最低基準の緩和によって、参入促進を企図している。また、英国も資本金規制を導入

し、その充足を求めている。これらと比較すると、米国はブローカーまたはファンディング・ポータルとしての登録を求めている、やや規制のあり方は異なっている。しかし、運営業者に対して認可を求めている点においては共通している。その点では、通常規制対象から除外されている購入型や寄付型プラットフォームとは、規制上異なる取り扱いとなっている。

第二に、投資者に対する規制について、米国と日本は、具体的に投資金額要件を設定し、上限までの範囲での投資に制限しているが、英国では金額要件についてはややあいまいで、比較的緩い印象を与えるものとなっているが、投資者に対する規制を設けている点では一致している。

第三に、情報開示について、米英日のいずれにおいても、かなり詳細な開示規制が定められており、情報開示によって投資者保護を図ろうとする姿勢は共通していると考えられる。つまり、市場の公正性・透明性を確保することで、市場の信頼を高めることを重視していると考えられる。

第四に、業者の体制整備について、日本の規制だけを見ると、かなり厳しい体制整備が要求されるように思われるが、米英においても体制整備に関する規制を導入しており、必ずしも日本だけが厳格な規制を敷いているわけではないようである。しかし、体制整備に関する規制は、業者にとってコスト要因に直結するだけに、市場の拡大を左右する要因になる。この規制がどの程度影響をもたらすかは、今後の推移を見なければ判断できないが、注目されるところである。

まとめ

最後に、英国の規制の特徴を挙げると以下の通りである。

第一に、規制対象をインターネットに限定せず、投資型クラウドファンディング・プラットフォームによるか否かに関わらず、これらの証券の分売全般を対象としている。これはクラウドファンディングをインターネット上の資金調達に限定し、規制上の業態を設定して規制する、日本の規制手法と大きく異なっている。クラウドファンディングをインターネットに限定するかどうかは、単なる講学上の定義だけでなく、規制上の課題である。

第二に、投資者に対する規制について、英国では具体的な投資上限金額は設定されておらず、かなり緩やかな内容となっている点である。日本では、投資型クラウドファンディングには、一顧客あたり五〇万円未満とすることが規定されているが、金額基準を設定することの有効性を考える上で参考になるだろう。

第三に、業者やウェブサイトに對する監督のあり方という点で、当該業者の上級経営者の採用、ウェブサイトへのモニタリング、月次業務報告書（M I）の精査などを行っており、かなりきめ細やかな監督を行なっているといる点である。特に、F C Aは基準に合致しない業者に対しては措置を講じるなど、かなり踏み込んだ監督を行なっているように見受けられる。今後の規制当局のあり方を考える上で参考になるだろう。

さらに、小型社債がクラウドファンディングの投資対象となっており、規制上の課題となっていることも特徴であろう。

現在、米国のクラウドファンディング法に基づくS E Cのレギュレーションが公表されない状況下で、先進国でクラウドファンディングに関する規制が機能しているのは、英国のみといえる状況にあることから、英国の規制がどのような効果を発揮するか、注目されるところである。

注

- (1) Financial Conduct Authority (FCA) [2013] "CP13/13: The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)" p. 37
- (2) Financial Conduct Authority (FCA) [2015] "A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media" pp. 1-12. なお、本稿では、煩瑣を避けるため以下、同レビューの該当ページの表記を割愛した。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

預金封鎖・E.L.A・改革プログラム

「ギリシャ危機と「最後の貸し手」」

伊豆 久

はじめに

ギリシヤは、今年一月の反緊縮派政権発足以降、EU（ユーロ圏財務相会議）等と支援プログラムの延長をめぐって激しい交渉を続けてきたが、最終的に、債権者側の求める経済改革案をおおむね受け入れることとなった。合意に至るまでは、ギリシヤのユーロ圏離脱の可能性がドイツの高官からも表明されるなど緊迫した情勢が続いたが、最悪の事態は避けられた形である。

交渉の過程で、ECB（欧州中央銀行）もきわめて厳しい姿勢を維持し、ユーロ圏における「最後の貸し手」機能の実際を改めて知らしめた。すなわち、ギリシヤの民間銀行は、預金の引出しが続くと資金不足に直面し、ギリシヤ銀行（中央銀行）から借り入れるはかなくなる。しかし、ギリシヤ銀行は、ユーロ圏の中央銀行として、その資金供給にはECB政策理事会の承認を要する。そこで、ECB政策理事会は、資金供給を認める条件として、財政再建や構造改革などへの合意・遵守を求めたのである。つまり、ギリシヤに残された選択肢は、①改革プログラムを受託するか、②ECB政策理事会の決定を拒否するすなわちユーロを離脱するか、③長期の預金封鎖に耐えるか、しかなくなり、結局、改革プログラムを受け入れて中央銀行の資金供給を再開したのであった。

このように、ESM（欧州安定メカニズム）からの金融支援だけでなくECBの「最後の貸し手」機能も、借り手側の改革プログラムの受入れと結びつけられているのである。それは具体的にどのような仕組みなのか、これまでの実際の例を紹介しながら検証してみよう。

1 ユーロ圏における中央銀行制度と適格担保とELA

はじめに、ユーロ圏の中央銀行制度を確認しておこう。

EUは、一九九九年に単一通貨ユーロを導入、同時に、「ユーロシステム」と呼ばれる中央銀行制度を設立した。ユーロシステムは、ユーロ加盟国（現在一九ヶ国）の中央銀行と新たに設立されたECBから成り、その意思決定を「ECB政策理事会（ECB Governing Council）」に一本化した。ECB政策理事会（以下、ECBと略）は、総裁一名、副総裁一名、理事四名と加盟中銀総裁一九名から成るいわばユーロシステムの指令部であり、各国中央銀行は、ECBの決定にしたがって実際のオペを行う実働部隊である。

ECBによって、適格取引先・適格担保基準等が定められ、毎回のオペでの資金供給総額が決定される。そして、各国の民間銀行は、それにしたがって自国の中央銀行のオペに応札し、ユーロ圏単一の「入札板」によって、落札金利・銀行と供給金額が決まるといわけである。

問題は、金融危機の発生、国債の格付けの引下げなどによって、適格担保の不足した銀行が現れた場合である。担保不足に陥れば、当然、ユーロシステムのオペには参加できなくなるが、かわって、当該国の中央銀行にELA（Emergency Liquidity Assistance：緊急流動性支援）を申し込むことができる。ELAは、各国中央銀行が独自に行う資金供給であるが、①貸出先が流動性不足ではあっても債務超過ではなく、②当該国政府によって債務

保証され、③ECBでの三分の二以上の賛成で承認された、場合に限って実施することができる。

以上の資金供給メカニズムにおいて、ECBは、とりわけ△適格担保の認定▽、△ELAの承認▽という二つの局面で、きわめて大きな決定権を握っているのである。それは具体的にどのような意味をもち、どのように行使されたのかを、アイルランド、キプロス、ギリシャの例で見よう。

2 トリシエECB総裁からアイルランド財務大臣への手紙

昨年一月、アイルランドの新聞が、二〇一〇年一月に、トリシエECB総裁(当時)からアイルランド財務大臣宛に送られた、“Secret”の刻印のある手紙をスクープした⁽²⁾(資料1)。

当時、アイルランドは、二〇〇〇年代半ばの住宅バブルがはじけ、銀行が巨額の不良債権を抱えており、深刻な金融危機の只中にあつた。金融機関のなかには、すでにECB適格担保が不足し、ELAに依存せざるをえない銀行もあつたのである。

ECB総裁は、手紙のなかで、EU・IMF・ECB(いわゆるトロイカ)の求める財政改革、構造改革、金融機関のリストラを書面で約束することを求め、それが提出されなければELAの増額は認められないと述べている。そして、この手紙の二日後、アイルランド政府は、トロイカの改革案を受け入れ支援を要請することを正式に決定した。

アイルランド政府にすれば、ELAによって何とか金融機関の資金繰りを付けられれば、公的資金の注入や銀行の破綻処理といった政治的コストの大きい抜本策を先送りできる。他方、ECBにしてみれば、例外的な状況でのみ許されるはずのELAへの依存が長期化しているのは、金融政策すなわち通貨供給の一元化を前提とする

ユーロシステムの根幹を揺るがす事態であり、同時にモラルハザードそのものであった。アイルランド中央銀行によるELAにはアイルランド政府による債務保証が付されているとはいえ、アイルランド国債の価格は暴落しており、債務保証の意味も低下していた。

そうした状況において、ELAの増額が認められなくなれば、アイルランドの民間銀行は、他に資金調達手段はなく、預金の引出しに対処できなくなる。預金封鎖を回避するにはECBの意向に従うほかないが、ECBはそこにおいて、それまでアイルランド政府が渋っていたトロイカの求める財政・構造改革を求めたのである。この手紙をスクープしたアイルランド紙やフィナンシャルタイムズが、ECBによるアイルランドへの「恫喝」であると批判したのはそのためであった。

アイルランド政府が改革案を受け入れると、ELAが増額され、IMF等からの支援も実施された。そのおよそ四ヶ月後（二〇一一年三月三十一日）、ECBは、アイルランド国債について、適格担保基準の適用を免除する旨の決定を行っている。⁽³⁾ すなわち、冒頭で述べたように、ユーロ圏中央銀行のオペの適格担保基準はECBによって定められているが、アイルランド国債およびアイルランド政府保証債については、IMF等の改革プログラムを遵守・実行している状況を考慮し、その適用を一時

資料1 ECB総裁からアイルランド財務大臣宛手紙（2010年11月19日付け）より一部を抜粋

以下の4点に関するアイルランド政府からユーロシステムに対する書面での約束が提出されなければ、アイルランドの金融機関に対するELAの増額を認めることはできないというのが、政策理事会の立場である。

- 1：アイルランド政府がユーログループに財政支援を要請すること
- 2：要請には、EU・ECB・IMFとの合意に沿った財政改革、構造改革、金融機関のリストラに関するコミットメントが含まれていること
- 3：金融機関のリストラ案には、アイルランド政府とEU、IMF等による資本注入が含まれること
- 4：ELAは、アイルランド政府が完全に保証し、返済の遅延はただちに政府によって補償されること

(出所) ECB, "Irish letters" (www.ecb.europa.eu/press/html/irish-letters.en.html)

的に停止する、つまり、格付け等の通常の基準を満たせなくともオペの適格担保として認めるといふ決定である。そうならば、アイルランド国債を保有する銀行は、E L Aではなく、通常のオペで資金を調達できるのである。借り手である民間銀行からすれば、E L Aであれオペであれ、中央銀行からの供給である点で同じであるが、オペであれば政府保証は不要であり、万一貸倒れが発生した場合もその損失はユーロシステム全体で負担されることになる。

改革プログラムの受託を表明することでE L Aが認められ、さらにその着実な実行が確認された時点で、国債を保有する銀行の通常のオペへの復帰が認められたのである。⁽⁴⁾

アイルランドは、このようにして、改革プログラムを受け入れることで預金封鎖を回避したのであるが、キプロスとギリシャは、預金封鎖を経験することとなった。

3 キプロスの預金封鎖

キプロスは、ギリシャとの経済的關係が強いことから、二〇一〇年に発生したギリシャ危機によって大きな打撃を受けることになった。二〇一三年三月に、トロイカとキプロス政府の間で支援に関する合意が成立するが、その改革案の中に預金の削減（預金課税）が含まれていたことから、キプロスでは預金の取付けが発生、同月一日から銀行休業を余儀なくされたのである。キプロス議会も同日、預金課税法案を否決し、キプロス経済は大混乱に陥った。

そうしたなかE C Bは、二二日に、キプロス中央銀行のE L A残高を二五日までは維持するものの、それ以降は、トロイカの改革プログラムの受入れ・遵守を条件とすることを発表したのである。⁽⁵⁾

結局、二五日にキプロスと支援側で合意が成立し、ECBはELAの増額を承認し、キプロスの銀行も二八日から営業を再開することになった（ただし一人一日の預金引出しは三百ユーロまで）。

さらに、ECBは、キプロス国債についても、五月二日に、適格基準の適用免除を決定⁽⁶⁾（ごく短期間の免除停止期間をさみながら）現在まで、継続している。

その後キプロスは、トロイカの求めた改革案に沿って、最大手のキプロス銀行については、一〇万ユーロを超える預金（非付保預金）の四七・五%を削減（株式転換）、ライキ銀行については、株主だけでなく債券保有者と非付保預金者の債権をすべて切り捨ててキプロス銀行に事業譲渡するなどの、厳しい再建策が実行されたのである⁽⁷⁾⁽⁸⁾。

4 ギリシャ危機とECB

では、ギリシャの場合は、ECBでの国債の扱いやELAはどのようなものだったのだろうか。

二〇一〇年春、ギリシャの債務危機が深刻化するなか、五月二日にギリシャ政府とEU、IMFが支援策で合意すると、翌日、ECBは、ギリシャ国債に適格担保基準を適用しないことを発表する⁽⁹⁾。これがEU、IMF、ECBから成るトロイカ支援の最初となったわけであるが、とは言うものの、ECBの支援は、具体的にはヘギリシャ国債を格付け等にかかわらずユーロシステムのオペにおいて適格担保に認めるVというものであり、直接的に資金を供給するEU（ユーロ圏）やIMFとは支援の形は異なっている。

二〇一二年二月二日には、債務の再編をとまう第二次支援がまとまる。ECBは、同年七月一八日にギリシャ国債の適格基準免除を停止し、一月一九日には第二次支援プログラムのユーログループによるレビューの

結果がよかったことをもって再び免除を認める決定を行っている。⁽¹⁰⁾ 改革プログラムの進捗状況を精査しつつ、担保としての承認を調整しているのである。

そして今年一月の反緊縮派のチプラス政権の誕生となる。

まず二月一〇日、ECBは、第二次支援で合意された改革プログラムが十分に実行されていないとして、ギリシャ国債の適格基準適用免除を停止する。⁽¹¹⁾ ここで、国債はオペ適格でなくなったため、担保の不足する銀行はELAに依存することになる。そして、二月二〇日、トロイカ側が、二月末期限の支援を六月末まで延長する（六月末で打ち切る）ことを決定し、以降、ギリシャ政府との厳しい交渉が続くのである。

そしてその期限が迫った六月二八日、ECBは、ギリシャ銀行のELAについて、現行水準を維持することを発表するが、⁽¹²⁾ その意味は増額を認めないということである。またそこには「政策理事会は、この決定を再考する用意がある」とも明記され、ギリシャに改革案の受託を求めたのであるが、ギリシャ側は、その翌日から預金封鎖（引出しは一人一日六〇ユーロまで）に踏み切るとともに、七月五日の国民投票では反緊縮派が勝利したのである。

しかしECBは六日、改めてELAの増額は認めないことを発表すると同時に、ELAの担保のヘアカット率を引き上げる決定をしている。つまりELAを利用するためにはこれまでより多くのギリシャ国債等が必要となったのである。⁽¹³⁾

結局、ギリシャ政府が譲歩することとなり、議会も改革案を可決した。それを確認するとECBもELAの増額を決定。⁽¹⁴⁾ ギリシャの銀行は二〇日から、引出し額を $\text{€}1$ 日六〇ユーロ V から $\text{€}1$ 週間 $\text{€}420$ ユーロ V に緩和して営業を再開したのである。

おわりに

以上の経緯が示しているのは、危機国に対するECBのきわめて大きな権限であり、そこにおける改革プログラムの重視である。

すなわち、一般的には、債務危機に陥った政府は、自国通貨建て債務であれば、自国の金融機関あるいは中央銀行に国債を引き受けさせることによって、(高率のインフレ発生の危険をともしないながらも)一時的な資金繰りをつけることができる。管理通貨制度の「メリット」である。

ところがユーロ圏の場合、債務危機が発生すると、国債は格付けが引き下げられるだけでなく、ユーロシステムのおへの適格担保でなくなってしまう。そこで財政改革が実施されなければ(あるいはそれによって担保としての適格性を回復するまでは)金融機関はELAに依存するほかなくなる。

ところが、ECBが、適格担保としての承認やELAの認可には、改革プログラムの受入れとその着実な実施が必要であるとしており、危機国は、△預金封鎖か改革か▽を迫られることになる。しかし、長期に及ぶ預金封鎖に耐えられる経済は存在しない。

こうしたECBの「最後の貸し手」機能は、日本銀行のそれとも、FRBのそれとも大きく異なる。そうした特異な中央銀行制度となっている理由は、一つには、改めて言うまでもなくユーロ圏が財政統合をともしない通貨統合であるためであり、もう一つは、ECBには、金融機関の破綻処理は政治(財政)の仕事であり、中央銀行による財政の肩代わりは許されないとするドイツ的考え方がきわめて強いためである。

そしてこのことが、リーマンショック以降、日本や米国ではやや後退した感のある構造改革路線が、ユーロ圏では大きな影響力を維持している、一つの背景ともなっているように思われる。

注

- (1) 政策理事会における議決権は、従来、参加者一人一票であったが、今年一月より加盟中央銀行総裁の議決権は（今後さらに加盟国が増えたとしても）一五票とするローテーション方式が開始されている。執行部六名はローテーションの対象外であるため、議決権総数は二二票となる。ECB, "Rotation of voting rights in the Governing Council," December 1, 2014.
- (2) Cliff Taylor, "Triche letter revealed: ECB threatened to stop emergency funding unless Ireland took bailout," *The Irish Times*, November 6, 2014. の記事が発表されたその日に、ECBは「これ以外の手紙を含む関連文書を」「"Irish letters"として、アイルランド危機の原因の解説（その中にはアイルランド自身の経済運営の失敗が強調されている）とその他のウェブサイトに公表した。Vincent Boland and Peter Spiegel, "ECB threatened to end funding unless Ireland sought bailout," *Financial Times*, November 6, 2014. を参照。
- (3) Decision of the European Central Bank of 31 March 2011 (ECB/2011/4).
- (4) アイルランド国債は、その後、格付け等の適格担保としての条件を回復し、二〇一四年三月二二日、適格担保基準の適用が再開されたこと（ECB/2014/12）。
- (5) ECB, "Governing Council decision on Emergency Liquidity Assistance requested by the Central Bank of Cyprus," March 21, 2013; Central Bank of Cyprus, *Annual Report 2013*, p. 29.
- (6) ECB, Decision of the European Central Bank of 2 May 2013 (ECB/2013/13).
- (7) Central Bank of Cyprus, *Annual Report 2013*, p. 31.
- (8) ただし、キプロスの場合、大口預金者のうち多くを非居住者が占めており、またその一部にはマネーロンダリングの

疑惑が指摘されるなどの特殊事情もあった。

- (9) ECB, Press Release, May 3, 2010; Decision of the European Central Bank of 6 May 2010 (ECB/2010/3).
- (10) ECB, Decision of the European Central Bank of 19 December 2012 (ECB/2012/32).
- (11) ECB, Decision of the European Central Bank of 10 February 2015 (ECB/2015/6).
- (12) ECB, "ELA to Greek banks maintained at its current level," Press Release, June 28, 2015.
- (13) Claire Jones and Kerin Hope, "ECB tries to shun role to executioner to Greek banks," *Financial Times*, July 6, 2015.
- (14) Claire Jones, "Mario Draghi casts himself as guardian of monetary union," *Financial Times*, July 16, 2015.

(ごち ひやう・客員研究員)

日銀の国債保有状況と国債市場の流動性

志馬 祥紀

1 はじめに

二〇一三年四月以降の日銀の新金融政策（いわゆる異次元緩和）を巡り、様々な議論が提起されている。その一つに、国債市場の取引流動性の問題がある。

同議論は「日銀の大規模な国債の取得・保有により、国債市場の取引が減少した」とする、実務家サイドによる問題提起が発端である。

こうした取引流動性を考えるに際しては、日本銀行がどれだけ国債を保有しているのか、また日銀が国債保有のためにどの程度の取引を行っているのかを明確にする必要がある。その上で日銀による国債保有が、どの程度国債取引市場に影響を与えているのかを検討しなければならない。以下では当該問題意識を念頭に、国債市場の流動性を巡る議論を紹介し、①日本銀行による国債保有状況の推計、②日銀（及び政府部門）による取引を控除した国債取引状況の推計、③日銀保有国債を考慮した売買回転率の推計等、国債市場の流動性について分析を行う。

2 国債市場の取引流動性を巡る議論

国債市場の取引流動性低下を巡る議論は、二〇一三年の異次元緩和以降、国債市場に携わる実務家を中心に意見が出ている。例えば最近出た報道において、あるアナリストは「国債市場の流動性は減っており、値が振れや

「すい状況だ」とコメントした⁽¹⁾。これは現物国債市場の取引流動性の低下と国債価格変動の拡大指摘がその中心的内容となっている。

一方、黒田日銀総裁は、国債市場の流動性の低下について「流動性が大きく低下しているとは認識していない」と否定的な発言を参議院財政金融委員会で行っており⁽²⁾、両者の意見は相反している。

ここで注意が必要なのは、これらの流動性を巡る意見について、必ずしも発言者の定義が一致していない点である。流動性が単純に「売買高」を指す事例もあれば、「取引執行の容易さ（取引板の厚み、売買スプレッドの開きや金利変動の状態等）」等の状態を「流動性」として表現する事例もある等、双方の議論がかみ合っていない点が多くみられる。

こうした状況を踏まえて、日本銀行スタッフにより、流動性についての分析枠組みの提示と現時点での分析結果を示したワーキングペーパーが発表された（黒崎哲夫、熊野雄介、岡部恒多、長野哲平「国債市場の流動性…取引データによる検証」⁽³⁾）。以下「日銀ワーキングペーパー」。当該分析については興味深い点が多いことから、以下、内容を紹介する。

同ペーパーにおいては、国債市場の流動性を把握するための諸指標について、長国先物、現物国債、SCレポなどさまざまな市場の取引データを用いて構築し、その動向を観察している。

具体的には、先物市場における「板」の厚み、一回の取引が市場価格に及ぼす影響（マーケットインパクト）、現物国債市場における証券会社の提示レートのばらつき、SCレポ市場における国債の「貸借料」など複数の指標を分析し、緩和拡大以降の国債市場の流動性についての暫定的なインプリケーションとして、以下の内容を報告している。

まず長国先物市場については、二〇一四年秋以降もビッド・アスク・スプレッドはタイトであり、出来高や取引一件あたりのサイズも維持されている。これら伝統的な指標をみる限りでは、二〇一四年一〇月の量的・質的金融緩和の拡大以降も、国債市場の流動性は目立っては低下していないようにみられる。一方で、ベスト・アスク枚数でみた市場の厚みは幾分低下しており、「いったん減少した『板』の枚数が戻りやすい」、あるいは「一回の取引が市場価格を動かしにくい」という意味での市場の「弾力性」は、やや低下している可能性もある。

次に、国債市場（現物市場）については、二〇一四年秋以降もディーラー間取引は相応の水準を維持する一方、対顧客取引は低迷している。対顧客取引において、一部銘柄については、「現実に売買ができる価格のばらつきが大きくなる」といった意味で、市場が「薄く」なっている可能性がある。

そして現物国債と長国先物の連動性については、高めの水準にあり、長国先物の金利ヘッジ機能は維持されている。もともと、現物国債が長国先物対比でやや割高となる傾向もみられる。

またSCレポ市場では、二〇一四年下期以降、貸借料が幾分上昇している銘柄が増加しており、個別の銘柄毎にみると希少性が高まっている銘柄もある。

最後に、全体の評価として、現時点では、国債市場における取引の執行やポジションのヘッジなどに大きな支障は生じておらず、国債市場の流動性が極端に低下しているわけではない。もともと、個別の取引データなどから作成した諸指標などを仔細にみると、二〇一四年秋以降、複数の指標が、市場流動性が低下していることを示唆しているようにみられる。

その上で、二〇一四年秋以降の市場流動性低下の背景について、現時点で確定的な回答を出すことは難しい。すなわち、日本銀行による国債買い入れの増加が直接的に現物国債の需給をタイト化させることを通じて、何が

しかの影響をもたらしている可能性も否定できない一方、この時期に生じた長期金利の急低下や短中期ゾーン金利のマイナス化が、国内投資家の一時的な売買手控えなどを通じて、上記諸指標が示すような流動性の低下にながっていた可能性もある。仮に後者の要因が強ければ、今後の長期金利の動向次第で、市場流動性が再び回復することも考えられる。一方、前者の要因や、より構造的な要因が主因となっているのであれば、国債市場の「厚み」や「弾力性」が元の水準に戻らない可能性がある、としている。

以上、日本銀行ワーキングペーパーの内容について（暫定的な）結果を引用したが、同ペーパーが示唆することとは、分析対象（市場）毎に、状況は異なっており、流動性の低下について、「低下を示唆する指標」と「変化のみられない指標」の併存がみられること、また、異次元緩和の時期（二〇一三年四月及び二〇一四年一〇月）により状況が異なる可能性があること、その上で、確認された変化について、現時点では「構造的な問題」であるのかあるいは「一時的な問題」か、（最近の金利水準の急低下が、一時的に問題を発生させた可能性があるとして）確定的な結論は示されていない点に特徴がある。

本稿においても、同ワーキングペーパーとは異なる立場から、国債市場の取引流動性の増減について検討を行う。

3 日本銀行の国債保有状況

（1）日銀の国債保有状況（残存期間ベース）

国債市場の取引流動性を考えるに際しては、単純に取引高の推移をみるだけではなく、日本銀行がどれだけ国債を保有しているのか、さらに、その保有状況と取引高の関係を考慮する必要がある。

例えば、日本銀行が保有している国債は、—昨今の金融状況を考えると—相当な期間（最長の場合、償還期限まで）国債取引市場で売却されることは考えにくい。これは市場における潜在的な取引玉が減少することを意味する。従って、日銀の保有する国債比率によって、国債市場の取引流動性への影響度が変化すると予想される。日銀の残存期間別の保有状況と国債取引市場の状況を対にして考えなければ、国債市場の取引状況の実態把握は困難となる。

また日本銀行自身が国債市場で行っている取引は、（昨今の金融情勢の下では）購入が中心であり、売却の比率は低いと考えられる。こうした取引行動は、（売買双方の取引を行っているであろう）他の売買プレイヤーとは異なると考えられ、国債市場の取引分析上、同列に扱うことには疑問がある。本稿では、日銀の売買高を控除したデータに基づき、国債市場の売買高を分析し、更に売買回転率についても計測する。

最後に、テクニカルな事柄ではあるが、国債は、株式市場のように一銘柄で存在する金融商品ではない。中期・長期・超長期といった期間別にひとくくりに分類される国債は、実際は数多くの（発効日等な条件が異なる）銘柄群から構成されており、国債市場とはそれら銘柄群の取引市場の総称である。ついては、個々の銘柄別の状況（銘柄数）の変化を踏まえて国債市場の売買を計測しなければ、「国債市場の取引が減少している」ようにみえても、（銘柄数を調整した場合）「一銘柄あたりの平均取引高は変化していない」可能性もあり得る。本稿は同点についても考慮した分析を行う。

以下、本節では、日本銀行の国債保有状況の残存期間ベースでの推移について述べる。図表1は、日銀保有国債残高の推移を、リーマンショックが発生した二〇〇八年以降の三・九月末の残存期間別に示している。

保有残高の平均残存期間は、異次元緩和前は減少傾向にあったが、異次元緩和後その値は増加している。二〇

一五年三月末の値は六・二九年であり、(最小値である二〇一三年三月の三・八一年に比して)約一・七倍となっている。異次元緩和前後を比較した図表2は、異次元緩和開始前(二〇一三年三月)と第二次異次元緩和の直前・直後(二〇一四年九月・二〇一五年三月)を比較している。⁴⁾

図表2中、国債保有残高が最も増加した部門は、①五―一〇年未満(四五・四兆円の増加)、②二―五年未満(四二・一兆円の増加)、の二部門である(③一五―二〇年未満部門は一〇兆円の増加)。

国債保有残高の増加比率の高い部門は、二〇一四年九月時点では一五―二〇年未満部門が十四〇〇%、二

図表1 日銀保有国債残高

(残存期間ベース、単位：億円)

	2008年9月	2009年3月	2009年9月	2010年3月	2010年9月	2011年3月	2011年9月
2年未満	132,350	134,951	172,232	173,907	201,195	234,623	253,180
2-5年未満	131,187	126,383	118,215	132,210	142,376	138,911	158,506
5-10年未満	79,294	88,827	89,805	108,162	117,900	125,307	111,992
10-15年未満	40,016	39,192	44,872	51,338	58,824	53,720	61,716
15-20年未満	32,418	29,774	27,446	24,825	22,315	25,199	20,302
20-30年未満	13	436	2,604	3,966	4,731	5,410	5,865
30-40年未満	0	0	0	0	0	0	0
合計	415,278	419,563	455,174	494,408	547,341	583,170	611,561
平均残存期間値	5.21	5.15	5.09	5.1	4.9	4.82	4.69

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月	2014年3月	2014年9月	2015年3月
2年未満	324,378	300,697	451,468	467,415	499,172	541,197	583,143
2-5年未満	156,404	253,633	202,396	341,815	415,703	485,117	623,829
5-10年未満	127,767	156,227	162,509	296,474	419,441	526,202	617,013
10-15年未満	64,432	67,940	60,979	69,333	73,195	80,944	104,832
15-20年未満	19,346	21,752	19,099	49,883	80,989	99,000	119,375
20-30年未満	5,864	6,087	5,372	11,775	20,044	24,545	51,438
30-40年未満	0	0	0	4,125	7,579	12,237	20,247
合計	698,191	806,336	901,823	1,240,820	1,516,123	1,769,242	2,119,877
平均残存期間値	4.25	4.56	3.81	4.87	5.57	5.81	6.29

- ・残存期間の分類は各月末時点ベース。
- ・2010年11月以降は「資産買入等基金」保有分も含む。
- ・(出所) 日本銀行Web site「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」。(https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mei/)。
- ・(算出方法) 日銀の国債保有銘柄について、各月末時点における償還までの残存期間を算出。(日銀発表データ中、償還期限等の情報は未記載のため、日本証券業協会「公社債便覧」と照合の上、算出)。

〇一五年三月時点では二〇一三年未満部門が十八五〇%と、それぞれ超長期部門が拡大している。当該部門の伸びが高い背景には、日銀の超長期保有国債への保有姿勢の変化がある。⁽⁵⁾

図表3は、各残存期間部門の平均残存期間の推移である。当該図表では、一五―二〇年未満部門が、二〇一三年三月の一六・八年から二〇一五年三月には一七・九年となり、約一・一年間期間が拡大

図表2 日銀保有国債の時期別比較

(単位：億円、%)

	2013年3月に対する増加額		同増加比率	
	2014年9月	2015年3月	2014年9月	2015年3月
2年未満	+89,729	+131,675	+19.87	+29.17
2-5年未満	+282,721	+421,433	+139.69	+208.22
5-10年未満	+363,693	+454,504	+223.80	+279.68
10-15年未満	+19,965	+43,853	+32.74	+71.91
15-20年未満	+79,901	+100,276	+418.35	+525.03
20-30年未満	+19,173	+46,066	+356.91	+857.52
30-40年未満	+12,237	+20,247	NA	NA

(注) 最も長期のタイムゾーンである30-40年未満値の増加比率については、2013年3月の保有額が0のため、算出不可能である。

図表3 各残存期間部門中の平均残存期間

	2008年9月	2009年3月	2009年9月	2010年3月	2010年9月	2011年3月	2011年9月
2年未満	0.7	0.8	1.0	1.0	0.8	1.0	1.0
2-5年未満	3.3	3.2	3.5	3.3	3.2	3.4	3.5
5-10年未満	7.2	7.1	7.1	7.1	7.1	7.2	7.3
10-15年未満	12.9	13.1	12.8	12.8	12.6	12.5	12.5
15-20年未満	16.8	16.6	16.4	16.6	16.7	16.6	16.9
20-30年未満	26.3	26.5	25.1	24.8	24.6	24.2	24.2
30-40年未満	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
全銘柄平均	5.21	5.15	5.09	5.1	4.9	4.82	4.69

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月	2014年3月	2014年9月	2015年3月
2年未満	0.9	1.3	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0
2-5年未満	3.2	3.1	3.2	3.5	3.6	3.6	3.6
5-10年未満	7.1	7.2	7.1	7.6	7.8	7.9	8.0
10-15年未満	12.3	12.3	12.1	12.1	12.2	12.2	12.6
15-20年未満	16.8	16.9	16.8	17.0	17.6	17.8	17.9
20-30年未満	23.7	23.9	23.5	26.0	27.1	27.2	27.1
30-40年未満	0.0	0.0	0.0	38.9	38.6	38.3	37.7
全銘柄平均	4.25	4.56	3.81	4.87	5.57	5.81	6.29

している。また二〇一三〇年未満部門について、二〇一三年三月が二三・五年から二〇一五年三月の二七・一年へと約三・六年期間が拡大している。相対的に残存期間の長い部門の変化が顕著である。

(2) 国債の発行残高状況

図表4は発行済み国債残高の残存期間別推移を示している。残高は二〇〇八年九月の約七五六兆円から拡大し、二〇一五年三月には約八七二兆円に達した。部門別の推移をみると、二年未満部門のように相対的に残高が減少している部門もみられるが、全体的には拡大している。長期部門、とりわけ（相対的に残高の少ない）三〇―四〇年未満部門の伸びは著しい。また全体の平均残存年数も拡大しており、二〇〇八年九月の約五・四年から二〇一五年三月には約

図表4 国債発行残高の推移

(残存期間ベース、単位：億円)

	2008年9月	2009年3月	2009年9月	2010年3月	2010年9月	2011年3月	2011年9月
2年未満	2,662,719	1,855,942	1,956,400	2,151,243	2,254,191	2,313,510	2,168,110
2-5年未満	1,856,618	1,870,501	1,891,226	1,915,578	1,946,895	2,010,437	2,105,742
5-10年未満	1,954,806	1,926,569	1,877,394	1,852,280	1,852,916	1,846,284	1,919,258
10-15年未満	492,196	477,297	475,799	465,594	462,479	451,861	481,302
15-20年未満	451,033	474,883	507,933	543,865	580,173	613,101	650,977
20-30年未満	143,453	164,118	185,051	221,523	256,213	285,548	329,441
30-40年未満	3,203	7,277	12,776	19,543	25,822	31,998	48,608
合計	7,564,028	6,776,587	6,906,579	7,169,626	7,378,690	7,552,740	7,703,438
平均残存年数	5.38	6.08	6.15	6.20	6.29	6.39	6.61

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月	2014年3月	2014年9月	2015年3月
2年未満	2,325,324	2,389,671	2,488,106	2,522,561	2,538,808	2,475,464	2,481,569
2-5年未満	2,120,640	2,093,195	2,064,818	2,072,241	2,057,029	2,066,737	2,070,612
5-10年未満	1,819,345	1,839,057	1,860,362	1,901,420	1,955,082	2,003,719	2,029,528
10-15年未満	482,827	497,050	509,529	532,196	549,152	580,899	614,655
15-20年未満	654,724	686,047	731,791	767,934	809,240	845,876	875,818
20-30年未満	363,268	402,290	429,325	465,536	490,062	521,299	553,220
30-40年未満	49,241	57,764	66,361	75,112	84,934	94,832	104,455
合計	7,815,369	7,965,074	8,150,292	8,337,000	8,484,306	8,588,826	8,729,856
平均残存年数	6.67	6.82	6.92	7.05	7.20	7.41	7.57

・残存期間の分類は各月末時点ベース。

・(出所) 日本証券業協会Web site「公社債便覧」(<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kousyashi/index.html>)。

図表5 日銀保有国債が国債残高に占める比率表

(単位：%)

	2008年9月	2009年3月	2009年9月	2010年3月	2010年9月	2011年3月	2011年9月
2年未満	5.0	7.3	8.8	8.1	8.9	10.1	11.7
2-5年未満	7.1	6.8	6.3	6.9	7.3	6.9	7.5
5-10年未満	4.1	4.6	4.8	5.8	6.4	6.8	5.8
10-15年未満	8.1	8.2	9.4	11.0	12.7	11.9	12.8
15-20年未満	7.2	6.3	5.4	4.6	3.8	4.1	3.1
20-30年未満	0.0	0.3	1.4	1.8	1.8	1.9	1.8
30-40年未満	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
全合計	5.5	6.2	6.6	6.9	7.4	7.7	7.9

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月	2014年3月	2014年9月	2015年3月
2年未満	13.9	12.6	18.1	18.5	19.7	21.9	23.5
2-5年未満	7.4	12.1	9.8	16.5	20.2	23.5	30.1
5-10年未満	7.0	8.5	8.7	15.6	21.5	26.3	30.4
10-15年未満	13.3	13.7	12.0	13.0	13.3	13.9	17.1
15-20年未満	3.0	3.2	2.6	6.5	10.0	11.7	13.6
20-30年未満	1.6	1.5	1.3	2.5	4.1	4.7	9.3
30-40年未満	0.0	0.0	0.0	5.5	8.9	12.9	19.4
全合計	8.9	10.1	11.1	14.9	17.9	20.6	24.3

図表6 日銀保有国債が国債発行残高に占める比率の時期別比較

(2013年3月に対する増加状況(%))

	2014年9月	2015年3月
2年未満	+3.72	+5.35
2-5年未満	+13.67	+20.33
5-10年未満	+17.53	+21.67
10-15年未満	+1.97	+5.09
15-20年未満	+9.09	+11.02
20-30年未満	+3.46	+8.05
30-40年未満	+12.90	+19.38

七・六年まで拡大した。

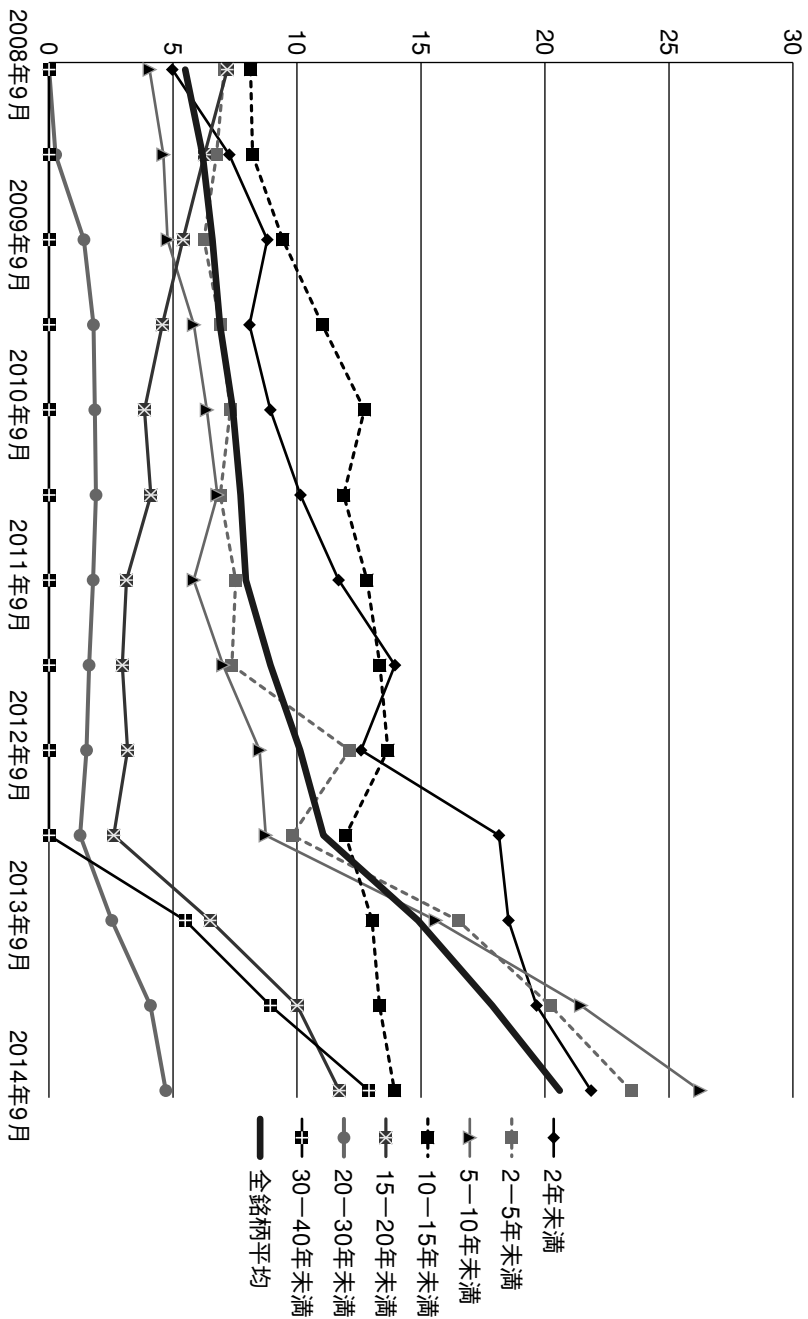
図表5は、日銀保有国債が国債残高に占める比率を示している。図表5のデータ中、異次元緩和前後の変化状況を調べたものが図表6である。

図表6は、二〇一三年三月における日銀国債が国債発行残高中に占める比率から、異次元緩和後の二〇一四年九月及び二〇一五年三月における数値の上昇分(差額)

を示している。

二〇一四年九月に最も値が上昇した部門は五―一〇年未満部門であり、+一七・五%増加している(第二位は二―五年未満部門であり+一三・七%)。これら部門は二〇一五年三月についても同様に上昇しており、五―一

図表7 日銀保有国債が国債残高に占める比率グラフ（単位：％）



〇年未滿部門で十二・七％、二一五年未滿部門で十二〇・三％となっている。同三ヶ月期においては、三〇―四〇年未滿部門も十一・九・四％上昇しており、異次元緩和の結果は、前述の日銀の保有状況にみられる特徴が、国債残高に占める比率にそのまま該当する。なお三〇―四〇年未滿部門は、国債発行額が相対的に少ないことから、日銀の影響度が高い点も注目される。

図表5をグラフ化したものが図表7である。図表7においては、全銘柄の平均値を境として、上方に位置する(＝異次元緩和前から相対的に保有高が大きい)二一〇年のグループと、異次元緩和後急激に残高比率が上昇している一五―四〇年のグループに二極化している。

4 国債市場の取引高分析

(1) 国債市場の取引高の推移（発行時の残存期間ベース）

前節では、日本銀行の国債保有残高状況の推移等のストックデータについて分析を行った。本節ではこれらデータを踏まえて、国際市場の取引高状況について分析を行う。

データは日本証券業協会の発表する「公社債種類別店頭売買高」「国債投資家別売買高」であり、データ中の「(利付) 超長期」「(利付) 長期」「(利付) 中期」の各国債データを加工・使用する。期間の異なる国債のデータ範囲は以下のとおりである。

「(利付) 中期国債」には二年利付国債、五年利付国債、四年利付国債が含まれる。

「(利付) 長期国債」には六年利付国債、一〇年利付国債、国鉄承継国債(含非公募)、石油債券承継国債(含非公募)、本州四国連絡橋債券承継国債(含非公募)、一〇年物価連動国債が含まれる。

「(利付) 超長期国債」には、二〇年利付国債、三〇年利付国債、四〇年利付国債、一五年変動利付国債が含まれる。

同データの取り扱い上、注意が必要な点は、これら国債の期間分類は発行時における償還期間の長さに基づいており、(前節で扱った) 残存期間ベースの分類とは異なることである。当該点に配慮しつつ、以下の分析を行う。

まず日本銀行の売買状況を取り扱う。日本銀行は金融政策目的を達成するために、大量の国債を証券市場から購入している。しかし購入された国債が再度証券市場で売却されることは、(昨今の金融情勢をみる限り) 考えにくい。言い換えれば、国債市場の取引を考える上で、日銀の取引は売買双方を行う他のプレイヤーの行動とは分けて考える必要がある。

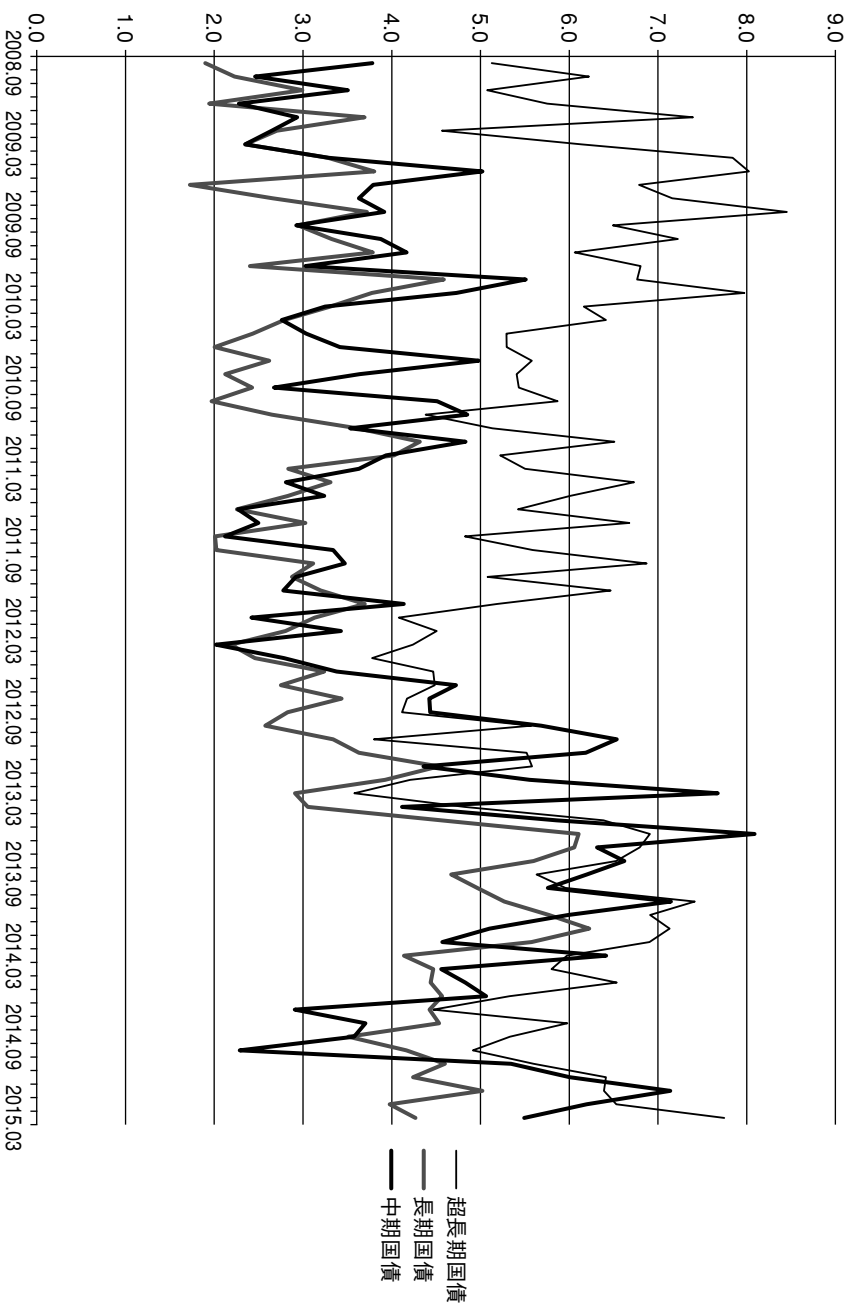
ついでには(日銀の売買を把握した上で控除するために、やや乱暴ではあるが) 国債投資家別売買高データより日本銀行(及び政府等)と銀行間の国債取引を控除したものをその実態的取引とみなす(国債投資家別売買高中、日本銀行等―銀行間取引は「その他」に分類されている。「その他」項は往復計算値のため、半分に除したものを、日本銀行(及び政府等、以下「日本銀行等」)の取引とする⁽⁶⁾)。

図表8は、当該方針の下で計算された、日本銀行等の取引が全国債取引高において占める比率を示す。

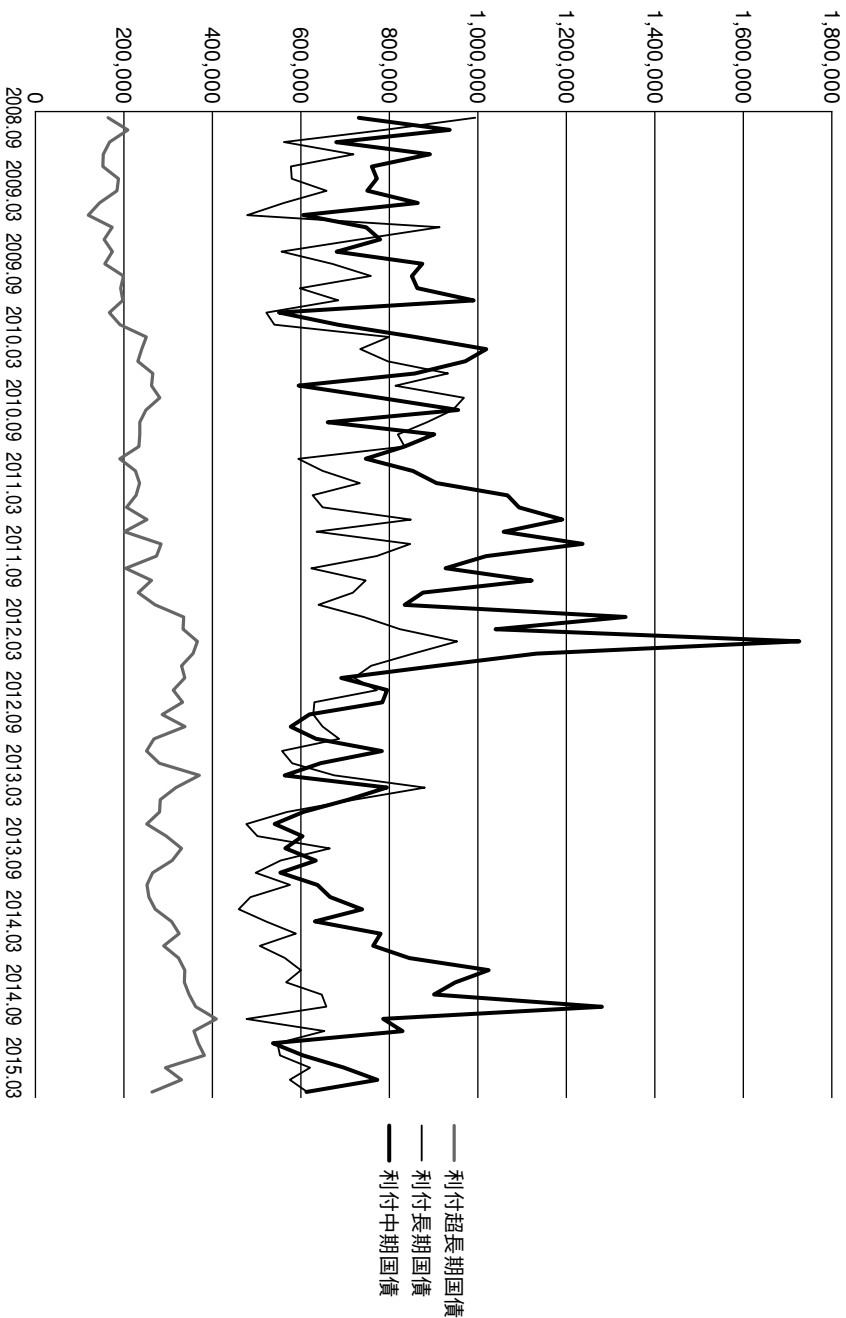
図表8中、二〇〇八～二〇一二年頃までは、超長期取引に占める日銀等取引高の比率が相対的に高い(超長期国債が五～八%、中期・長期国債が二～五%)が、二〇一二年以降は中期・長期国債の比率が上昇し、超長期国債との著しい違いは認められない。

図表9は、日銀等取引高を控除した国債市場の取引高推移である。同図表中、中期国債の取引高が最も大きく、

図表 8 日銀等取引高が全国債取引高中に占める比率 (%)



図表 9 国債の売買高（日銀等取引高분을除く、単位：億円）



次いで利付長期国債、最後に利付超長期国債の順となっている。

取引高の変動は、中期国債の取引高が最も大きく、二〇〇八年から二〇一二年にかけて拡大・ピークアウトし、二〇一三年以降は取引高が減少するも、二〇一四年には再度取引高が拡大している。長期国債も概ね中期国債と似た動きを示す一方、超長期国債は一貫して取引高が増加傾向にある。

図表10は、図表9のデータに基づく異次元緩和前後の期間を比較している。

具体的には、異次元緩和前（二〇〇八年九月―二〇一三年三月）、第一次異次元緩和（二〇一三年四月―二〇一四年九月）、第二次異次元緩和（二〇一四年一月―二〇一五年三月）、そして異次元緩和後の全体平均（二〇一三年四月―二〇一五年三月）までの期間について、各取引高の平均及びその基準化値を比較している（基準化は異次元緩和前期間の平均売買高を一〇〇として算出）。その結果、中期国債・長期国債の取引高は約二割減少する一方、超長期国債の取引高は二―五割増加している。

（2）残存銘柄数を考慮した売買高

前節では、国債売買高の変化状況について述べた。ただし、前節資料については、各期間の銘柄残高数が一定していない点に注意が必要である。銘柄数が変化（増加・減少）する場合、国債市場全体の取引高と一銘柄あたりの取引高の傾向

図表10 国債売買高の変化状況（期間別平均取引高の比較）

	売買高			基準化		
	中期	長期	超長期	中期	長期	超長期
異次元緩和前 (2008年9月-2013年3月)	835,075	698,237	226,080	100.0	100.0	100.0
第1次異次元緩和 (2013年4月-2014年9月)	681,941	549,278	280,749	81.6	78.6	124.1
第2次異次元緩和 (2014年10月-2015年3月)	750,156	559,410	339,864	89.8	80.1	150.3
異次元緩和後の全体平均 (2013年4月-2015年3月)	698,995	551,811	295,527	83.7	79.0	130.7

にかい離が発生する可能性がある。以下では一銘柄あたりの平均取引高に注目した分析を行う。
 図表11は、二〇〇八年九月から二〇一五年三月までの三・九月末における国債の銘柄数残高数の推移を示している。

中期債の銘柄数は二〇〇八年九月の六七銘柄から二〇一五年三月の五九銘柄へと減少し、長期債の銘柄数は、二〇〇八年九月の一〇八銘柄から二〇一五年三月の八五銘柄にまで減少した。一方、超長期債の銘柄数は二〇〇八年九月の一六七銘柄から二〇一五年三月には二一八銘柄まで上昇している。この結果、中期・長期債と超長期債間で銘柄数について異なる方向性が生まれている。

図表12は、日銀等取引高を控除した国債売買高(図表9)について、国債銘柄の残存数(図表11)により、一銘柄あたりの平均取引高を算出した、月次売買高状況の推移である。

本来ならば、対象期間中の全月次データについて数値を出すことが望ましいが、作業リソースの関係から、二〇〇八年から二〇一五年三月までの各三・九月についてのみ分析を行った(なお図表12において二〇〇八年九月の取引高を一〇〇として基準化したデータを併せて表示)。

図表12のデータを簡略化するために、修正を加えたものが図表13である。図表13では、図表12の三・九月(のみの)データについて、対象期間別(図表10に同じ)の平均値を算出している(基準化データについては、二〇〇八年九月

図表11 残存銘柄数の推移

銘柄数	2008年 9月	2009年 3月	2009年 9月	2010年 3月	2010年 9月	2011年 3月	2011年 9月
中期債	67	69	68	66	64	63	63
長期債	108	111	110	108	108	105	105
超長期債	167	170	175	179	185	188	193

銘柄数	2012年 3月	2012年 9月	2013年 3月	2013年 9月	2014年 3月	2014年 9月	2015年 3月
中期債	64	63	62	61	59	58	59
長期債	105	104	101	95	94	90	85
超長期債	197	203	178	210	212	215	218

―二〇一三年三月までの期間平均を一〇〇として算出）。

図表13中の一銘柄あたり平均
 売買高データから読み取れる事
 項としては、以下の点が挙げら
 れる。

まず、全体として中期・長
 期・超長期国債の取引状況は図
 表10の結果とは若干異なってい
 る。

中期国債は、異次元緩和後の
 全期間平均売買高は一五％程度
 減少している。

長期国債は、二〇一四年三月
 に大きく減少しているものの、
 緩和後の全期間平均は一一％程
 度の減少に止まる。

超長期は、量的緩和後売買高
 は上昇傾向にあり、平均して約

図表12 残存銘柄数を考慮した売買高

年月	売買高			基準化		
	中期債	長期債	超長期債	中期債	長期債	超長期債
2008.09	10,500	9,032	934	100	100	100
2009.03	10,618	5,790	1,019	101	64	109
2009.09	12,484	5,924	839	119	66	90
2010.03	12,572	7,155	1,315	120	79	141
2010.09	14,532	8,522	1,278	138	94	137
2011.03	13,867	6,785	1,184	132	75	127
2011.09	15,629	7,199	1,340	149	80	144
2012.03	15,697	7,623	1,619	149	84	173
2012.09	11,895	5,890	1,573	113	65	168
2013.03	8,392	6,493	2,007	80	72	215
2013.09	8,686	6,681	1,485	83	74	159
2014.03	10,021	5,317	1,365	95	59	146
2014.09	14,978	6,939	1,530	143	77	164
2015.03	11,168	6,993	1,244	106	77	133

図表13 1銘柄あたりの平均売買高の期間別比較

年月	売買高 平均			基準化		
	中期債	長期債	超長期債	中期債	長期債	超長期債
緩和前平均 (2008年9月-2013年3月)	13,237.3	7,253.7	1,191	100	100	100
第1次緩和期平均 (2013年9月-2014年9月)	11,228.3	6,312.3	1,460	84.8	87.0	122.6
第2次緩和期 (2015年3月)	11,168	6,993	1,244	84.4	96.4	104.5
全異次元緩和期 (2013年9月-2015年3月)	11,213.25	6,482.5	1,406	84.7	89.4	118.1

二〇%程度上昇している。

このように、図表13における分析結果は、図表10の結果とさほど変わらない。しかし、中期・長期国債の売買高の減少程度と、超長期国債の売買高の増加程度は、図表10よりもそれぞれ緩和された値となっている。このように、一銘柄あたりの平均化した取引状況をみた場合、異次元緩和が国債市場の流動性を「大きく損ねている」とは言い難い。

(3) 日銀保有国債を考慮した売買回転率の推計

最後に本節では、国債市場の取引の活況度合いを示す指標の一つである、売買回転率の推移を計測する。

図表14は、発効日ベースでの国債発行残高の推移である。図表14が残存期間ベースでの国際残高を示しているのに対し、図表14は証券業協会の取引高データに合わせる形で、発効日ベースでの国債発行残高を再計算している。同様に図表15は発効日ベースでの日銀保有国債の残高の推移を示している。

これらデータに基づき、発効日ベースの国債発行残高から日銀保有国債残高を控除し、前節における国債売買高データ（国債売

図表14 発行日ベースの国債残高

(億円)

	2008年9月	2009年3月	2009年9月	2010年3月	2010年9月	2011年3月	2011年9月
短期	1,074,396	306,795	324,144	436,240	383,524	393,123	417,501
中期債	1,905,101	1,864,888	1,863,203	1,873,546	1,937,303	1,986,042	2,030,636
長期債	2,925,793	2,876,804	2,903,422	2,929,672	3,000,481	3,019,385	3,001,757
超長期債	1,384,407	1,451,905	1,539,125	1,658,417	1,783,154	1,896,180	2,012,932
個人向国債	274,331	276,195	276,685	271,751	274,228	258,009	240,612
合計	7,564,028	6,776,587	6,906,579	7,169,626	7,378,690	7,552,740	7,703,438

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月	2014年3月	2014年9月	2015年3月
短期	418,121	429,492	467,129	452,168	417,074	378,269	378,006
中期債	2,051,722	2,088,958	2,120,331	2,189,712	2,235,551	2,252,225	2,274,129
長期債	2,992,758	2,991,604	3,000,408	3,015,452	3,031,521	3,036,127	3,029,632
超長期債	2,124,025	2,245,097	2,365,376	2,497,204	2,625,896	2,762,768	2,910,123
個人向国債	228,744	209,923	197,048	182,463	174,264	159,437	137,965
合計	7,815,369	7,965,074	8,150,292	8,337,000	8,484,306	8,588,826	8,729,856

図表15 発行日ベースの日銀保有国債残高

(億円)

	2008年9月	2009年3月	2009年9月	2010年3月	2010年9月	2011年3月	2011年9月
中期債	83,984	84,858	97,127	113,857	140,204	164,005	192,643
長期債	203,783	205,656	222,551	235,390	252,619	257,419	249,358
超長期債	127,511	129,049	135,496	145,161	158,872	161,746	169,560
合計	415,278	419,563	455,174	494,408	551,695	583,170	611,561

	2012年3月	2012年9月	2013年3月	2013年9月	2014年3月	2014年9月	2015年3月
中期債	249,947	336,432	411,144	534,835	617,382	694,222	829,201
長期債	269,812	282,820	295,411	443,226	572,215	700,327	811,632
超長期債	178,432	187,084	195,268	262,759	326,526	374,693	479,044
合計	698,191	806,336	901,823	1,240,820	1,516,123	1,769,242	2,119,877

図表16 売買回転率の推移
(日銀取引及び保有分を控除済)

年	中期債	長期債	超長期債
2008.09	0.386	0.358	0.124
2009.03	0.412	0.241	0.131
2009.09	0.481	0.243	0.105
2010.03	0.472	0.287	0.156
2010.09	0.518	0.335	0.146
2011.03	0.479	0.258	0.128
2011.09	0.536	0.275	0.140
2012.03	0.558	0.294	0.164
2012.09	0.428	0.226	0.155
2013.03	0.304	0.242	0.165
2013.09	0.320	0.247	0.140
2014.03	0.365	0.203	0.126
2014.09	0.558	0.267	0.138
2015.03	0.456	0.268	0.112

買高から日銀等取引を控除したもの)を使用して、国債の売買回転率を計測する。具体的な算出方法としては、二〇〇八年九月以降の各年三・九月末の「日銀取引分を除く売買高」を「日銀保有残高を除く国債残高」で除して算出している。

このように算出された国債の売買回転率の推移が図表16である。図表16を更に異次元緩和政策の前後に分け、基準化した値を加えて比較したものが図表17である(また図表16をグラフ化したものが図表18である)。

図表17において異次元緩和後、中期・長期・超長期国債の全てについて売買回転率が減少している。減少の程度は中期で一割弱、長期で一〇―一五%程度、超長期で五―一〇%程度である。同結果は、図表10における一銘柄あたりの売買高分析結果と異なっている。中期・長期国債の回転率の減少度合いは(相対的に)

低い。超長期国債についても低下している点が注目される。

こうした結果は、中期・長期・超長期市場における取引の活況度が、異次元緩和後は減少しているものの、その減少度は、取引高の減少度合いよりも相対的に低いことを示唆している。

5 分析結果

国債の売買市場に関する分析は、マスコミによる断片的なものを含めて、既に数多くの議論がなされている。しかしながら、その中には、緻密なデータに基づかない等、客観的とはいえないものが見られる。こうしたデータ軽視の主張は、建設的な議論には結び付かないように思われる。

本稿では、このような問題意識を念頭に、国債市場の流動性を巡る議論を紹介した上で、①日本銀行による国債保有状況、②日銀（及び政府部門）による取引を考慮した国債取引状況の推計等、国債市場の流動性について分析を行った。

その結果、国債の取引流動性について以下のファインディングズを得た。

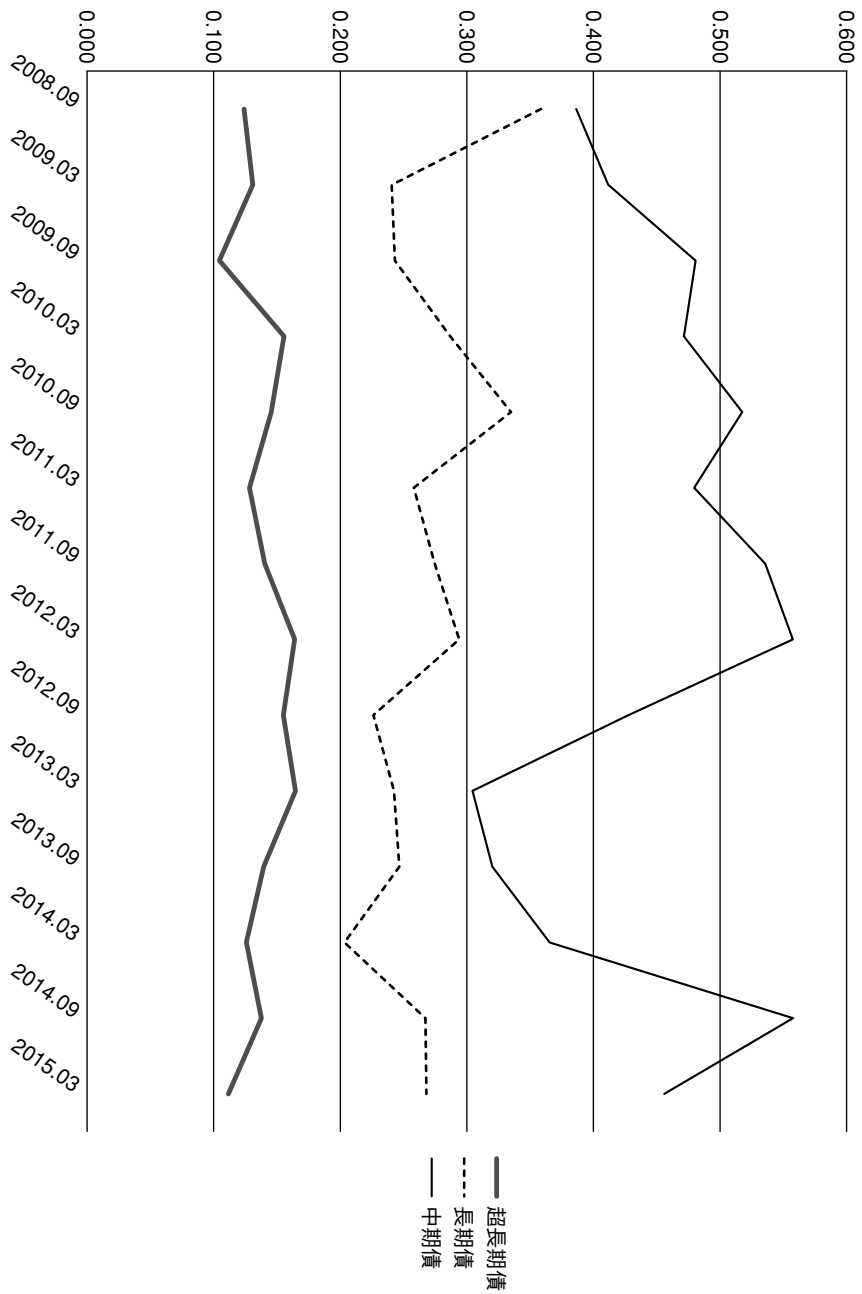
なお、これらの結果は、国債市場を「平均的」かつ「全体的」にみた結果であり、指標銘柄とも呼ばれる人気銘柄（例えば新発一〇年物国債）など特定の銘柄に注目した分析ではない。

① 国債の取引高は、二〇〇八年九月以降、異次元緩和前までの間、趨勢として増加傾

図表17 売買回転率の平均及び基準化値（基準化=100）

期 間	回転率			基準化		
	中期債	長期債	超長期債	中期債	長期債	超長期債
異次元緩和前の平均	0.457	0.276	0.141	100	100	100
第1次緩和間の平均	0.414	0.239	0.135	90.5	86.6	95.7
第二次緩和 (2015年3月)	0.558	0.267	0.138	122.1	96.7	97.8
緩和後の全期間平均	0.425	0.246	0.129	92.9	89.1	91.4

図表18 売買回転率の推移（3・9月ペース）



向にあった(二〇一二年がピーク)。この結果からは、異次元緩和以降の取引高の減少には、それ以前の反動的要素が含まれるのではないか。言い換えれば、異次元緩和の前後について比較期間の長短によっては、必ずしも大幅な減少とは言えない。

② 日銀の取引高を控除した国債取引高の分析の結果、中期・長期国債の取引高は減少しているが、超長期国債について取引高は増加しており、発行時の期間によって国債取引の状況は異なる。これら銘柄は個別に分析・論じられるべきであり、一概に「国債」として括るべきではない。

③ 国債市場の分析に際しては、償還期限別の残存銘柄数を考慮する必要がある。中期・長期国債の銘柄数は二〇〇八年九月以降減少、超長期国債は増加傾向にある。こうした銘柄状況に留意する必要がある。

④ 一銘柄あたりの国債の平均取引高をみると、中期・長期国債の減少状況、及び超長期国債の増加状況の程度はそれぞれ緩和される点も注目される。言い換えれば、一銘柄あたりの平均化された取引高をみた場合、異次元緩和が国債市場の流動性を「大きく損ねている」とは言い難い。

⑤ 日銀の国債保有残高を踏まえて国債の売買回転率を比較した結果、異次元緩和後、中期国債・長期国債・超長期国債の全てについて値が減少している。これは国債の中期・長期・超長期市場における取引の活況度が、異次元緩和後は相対的に減少していることを示している。

⑥ 売買回転率からみた中期・長期国債取引の活況度の減少度合いは、取引高の減少度に比べて、相対的に低い。これは、中期・長期国債の取引が、(単純に取引高の推移をみた場合に比べ)日銀の国債保有の影響度は相対的に低いことを示唆している。

⑦ 以上の分析結果中、国債取引の状況について異なる方向性を示唆する結果が部分的に存在する。こうした状

況は、国債市場が過渡期的状況にあることを意味していると考えられる。

6 おわりに

筆者は本稿において、国債の取引高についての簡便な分析を試みた。しかしながら当該分析によって、国債取引を巡る議論について結論が出せたとはいえない。本分析対象後の二〇一五年四月以降についても、国債市場を取り巻く環境は大きく変化しており、今後も変化が継続していくことが予想される。については、国債市場を巡る議論(さらには日銀の金融政策を巡る評価とその影響)については、さらに継続的な観察と分析が必要であろう。

注

- (1) ブルームバーグ社二〇一五年三月三日付記事「黒田総裁の楽観論にお膝元から疑義―流動性は低下」<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-NLMMWSK6S972901.html>
- (2) 日本経済新聞二〇一五年三月二四日付記事
- (3) https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2015/data/wp15j02.pdf
- (4) 最も長期のタイムゾーンである三〇―四〇年末満値の増加比率については、二〇一三年三月の保有額がゼロのため、算出不可能である。
- (5) 日本銀行の金融緩和政策(異次元緩和)中の国債関連箇所
① 二〇一三年四月の発表内容
・長期国債買い入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約五〇兆円に相当するペースで増加するよう買い入れを実施する。また、長期国債の買い入れ対象を四〇年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買い入れの平均残存期間を、三年弱から国債発行残高の平均並みの七年程度に延長する。

(2) 二〇一四年一〇月の発表内容(一〇月三一日)

・資産買い入れ額の拡大および長期国債買い入れの平均残存年限の長期化

① 長期国債の買い入れ額拡大策として、日本銀行の保有残高が年間約八〇兆円(約三〇兆円追加)に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。

② 買い入れの平均残存期間を七年〜一〇年程度に延長(最大三年程度延長)。

(6) 日本証券業協会による「その他」投資家部門の定義

日本銀行の取引は、「その他」部門に分類されている。その他部門の投資家としては、「個人投資家」「銀行」といった投資家以外の投資家が含まれており、日本銀行の他、政府、地方公共団体、官公庁の外郭団体、政府関係機関等(住宅金融支援機構、中小企業基盤整備機構、年金積立金管理運用、日本高速道路保有・債務返済機構、雇用・能力開発機構、福祉医療機構、都市再生機構、鉄道建設・運輸施設整備支援機構、地方公営企業等金融機構等)(ただし、府及び政府関係機関(主に独立行政法人)等を除く)、地方住宅供給公社、官公庁共済組合以外の共済組合等(私立学校職員共済組合等)、ゆうちょ銀行及びかんぽ生命保険等(旧日本郵政公社)等が含まれている(以上日本証券業協会「投資家区分表」より)。

(しま よしのり・客員研究員)

流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか

中島 将隆

はじめに

二〇一八年から国債決済期間は、現在のT+2からT+1へ短縮されることになった。同時に、日本のレポ市場も国際標準となつていく売買形式の市場に統一されることになった。日本のレポ市場は貸借形式と売買形式の二つが併存しているが、今日までのところ貸借形式のレポが圧倒的比重を占めている。貸借形式のレポは日本に固有の取引形式で、共通の用語で理解困難な複雑な市場である。T+1への移行と同時に、貸借形式のレポは消滅し、国際標準のレポ市場が確立することになった。前回のレポートでは、以上の点について検討した（拙稿「国債決済期間の短縮とレポ市場の革新」証研レポート 一六九一号）。

T+1移行と売買形式のレポ市場確立は、国債の流動性向上と深く関連している。振り返ってみると、一九七五年以降の大量国債発行から今日まで、国債流動性向上が国債管理政策の大きな課題であった。T+1移行とレポ市場の統一は、この延長線上の新たな対応であり、長年の課題が解決したことになる。小論では、これまで流動性向上のため如何なる制度改革が進められてきたか、その歴史を振り返り、その上でT+1移行の意義について考えてみたい。

1 国債流通市場の歴史は転々流通を容易にする制度改革の歴史である

(1) 日本国債の流動性は高い

国債の流動性を厳密に定義することは困難といわれているが、通常、BISの定義に従って「流動性の高い市場とは、大口の取引を小さな価格変動で速やかに執行できる市場」とされている。BISの定義を日銀は更に厳密に分析して、国債流動性の指標として「市場の取引量、買い手と売り手の価格差、市場弾力性、市場の厚み」の四つをあげている（二〇一四年五月の国債流動性に関するワークショップ報告等）。

では、流動性の定義に照らして、現在の日本の国債は流動性が高いのか、それとも低いのか。異次元金融緩和政策の下で日銀の国債買入額は新規発行額以上を購入しているから、市場に出回る国債は枯渇し、このため国債流動性は低下し、もはや価格メカニズムも崩壊している、このようにいわれることが多い。印象的に、国債の流動性は低い、というものだ。

だが、日銀の実証分析によると、市場流動性はそれほど低下していない。例えば、本年三月に公表された「国債市場の流動性・取引データによる検証」では、結論として次のように述べている。「これらの指標を全体として評価すると、現時点では、国債市場における取引の執行やポジションのヘッジなどに大きな支障は生じておらず、国債市場の流動性が極端に低下しているわけではないと考えられる」（日本銀行ワーキングペーパーシリーズ二〇一五年三月 一三頁）。

また、日銀は本年一月から「債券市場のサーベイ」を開始し、八月からは「国債市場の流動性指標」を公表しているが、こうした各種の市場調査においても、現時点では国債の流動性が極端に低下しているとはいえない。

こうした実証分析と結論が示すことは、日本の国債は流動性が極めて高い、ということである。日銀の国債買

入によって市場のパイは小さくなり、このため売買単位は小さくなくても、売買に支障は少なく、国債の市場流動性は低下していない。

では、なぜ、異次元緩和という異常事態にあっても国債の流動性は低下しないのだろうか。こうした流動性の高い日本の国債市場は如何にして形成されたのだろうか。

(2) 流動性を高めるための制度改革と工夫

国債は、本来、流動性の高い有価証券であり、転々流通に特徴がある。というのも、国債は公信用に裏付けられた信用度の一番高い債券であり、発行額や残高が大きく、従って売買のロットも大きく、継続的に発行されているから満期構成は多様で、為替リスクもない。だから国債は、もともと、流動化に最も適した債券であり、流動性が高いのも当然である。

だが、それだけではない。国債の流動性が高いのは、流動性を高めるための制度、この制度整備によって向上する。国債は信用度が高いから何もしなくても転々流通する、というのでは決してない。一九七五年まで日本の国債は流動性が無かった。厳密には流動性が阻止されていた。国債売買が活発になるのは、まず、流動化を阻止している様々の障害を撤去していったからである。

国債売買が活発になるのは、流動化を阻止する制度を撤廃した後、まず、国債売買を支える市場を創設した。国債売買の担い手は債券ディーラーだが、債券ディーラーが国債売買を行う場合、受け渡しに必要な資金と国債を調達できる市場の創設が前提条件となる。債券ディーラーは手元に巨額の資金と国債があるわけではない。流通に必要な資金と国債、これは市場から調達せねばならない。この市場こそ、レポ市場に他ならない。債券デ

ーラーは売買に必要な資金をレポによって調達し、受け渡しに必要な国債をリバースレポで調達する。レポ市場の整備によって国債売買が活発となり、国債の流動性が向上した。

次に、決済リスクの軽減である。約定から決済までの間、国債売買には信用リスクや流動性リスクなど多くの決済リスクが内在している。こうした決済リスクを軽減すれば、それだけ安心して売買が行われる。すなわち、国債の流動性が向上する。

日本の国債流動性が高いのは、流動化を阻止していた制度を撤廃し、国債の流動化を容易にする制度、すなわち、レポ市場の整備と決済リスクを軽減するための制度を整備したからである。こうした制度整備がなければ、流動性の高い国債市場は実現しない。従って、国債流通市場の歴史とは、流動性を向上させるための制度改革の歴史、といえるだろう。以下では、この歴史を概観し、この歴史の中でT+1移行とレポ市場の整備の意義を考えてみたい。

2 国債流動化阻止政策の転換

(1) 国債売却制限の撤廃

日本の国債は長らくの間、売却が禁止されていた。国債は流動性を欠いていたので、有価証券とはいえなかった。国債の売却制限が緩和されるのは、一九七七年以降のことである。一九七七年四月、発行後一年を経過した赤字国債に限り市中売却が可能となり、次いで一〇月、発行後一年を経過した建設国債も市中売却が可能になった。その後、売却禁止期間は半年、次いで三か月と次第に縮小し、一九八五年六月には、商品勘定については発行後一か月にまで縮小された。

国債売却制限の緩和と照応して国債売買高、債券総売買高に占める国債の割合は飛躍的に膨張していく。債券総売買高に占める国債の割合は一九七五年には二・三%、一九七七年は一六・一%に過ぎなかったが、一九八五年には九三・六%にまで急増した。今日では、この比率は九五%以上となり、債券流通市場は国債流通市場といつて過言ではない。

国債売却制限が次第に緩和されたのは、まず、国債発行条件の自由化進展と密接に関連している。国債売却が禁止されていたのは、国債の低利発行を維持するためであった。ところが、一九七五年以降の国債大量発行によって従来システムによる国債消化が困難になると、国債発行条件を弾力化せざるを得ない。一九八一年の休債を契機に発行条件の弾力化がすすみ、一九八〇年代の中頃には国債発行条件は自由化した。その結果、国債売却制限を維持する必要が消滅した。

もう一つ、国債売却禁止を継続すれば国債市場隔離政策を一段と強化せねばならない。そして、財政インフレの回避という困難な課題を背負い込むことになる。この課題を、人為的にコントロールするのではなく市場原理に委ねる、このルートを選択したからであった。

(2) 市場参入障壁の撤廃

国債市場は、本来、参加自由のオープンマーケットである。ところが、長らくの間、銀行が国債市場に参加することは行政指導によって禁止されていた。銀行にとつても、流動性のない国債市場へ参加するメリットは何もなかった。

ところが、国債金利の自由化によって国債が金融商品に転化すると、話は別である。売却制限が緩和され、国

債金利が市場実勢で決定されるようになると、銀行は国債流通市場への参加を強く要求するに至った。一九八三年四月、金融機関の国債窓口販売が始まり、一九八四年六月には金融機関のデイーリングが開始された。一九八五年六月にはデイーリング認可は拡大し、残存期間の制限も撤廃され、デイーリングが本格化した。

国債流通市場への参入障壁が撤廃されると、預金獲得競争と同様、国債売買高競争が始まる。売買高競争は特定銘柄の国債に集中し、この売買はデイーリング売買といわれた。その結果、国債売買高は飛躍的に増加する。債券総売買高に占める国債の割合は、一九八三年七一・五%、一九八四年八五・五%、一九八五年九三・六%となり、売買高は一九八三年三三〇兆円、一九八四年七五〇兆円、一九八五年には実に二五〇〇兆円になった。

デイーリング売買は一九八三年から始まり一九九九年には終焉するが、国債流通市場への市場参入制限の撤廃が国債売買高を飛躍的に拡大させたことは間違いない。

(3) 流動化を阻止する税制度の改革

国債の流動化を阻止していた制度は、国債制度だけでなく、税制度も国債流動化を予定しない制度であり、この税制度が国債流動化の大きな障害になっていた。

まず、租税特別措置法第八条の差別的な税制度である。この法律は戦時立法の名残で、政府の認可を受けた特定の金融機関だけ、そして、登録国債に限り、国債利子に対する源泉徴収を行わないとする差別的税制である。第二次大戦の末期、国債の更なる消化を拡大するため、政府の認可を受けた特定の金融機関に限り、かつ、登録国債に限り、国債利子の課税を優遇したが、この法律が戦後に引き継がれた。

指定金融機関の享受するこの優遇措置には厳格な条件が付けられていた。すなわち、優遇措置を受けられる国

債は指定金融機関の間で売買された登録国債に限定された。優遇措置を受けていない法人や非居住者が例え一日でも保有した国債であれば、この優遇措置は受けられない。その結果、流通市場では優遇措置を受けられる国債（非課税玉）と受けられない国債（課税玉）が峻別され、課税玉は流通市場でダーティボンドといわれて忌避された。このため、優遇措置を受けられない非居住者や事業法人等は、国債市場へ参入することが極めて困難であった。

一九九九年一月、この差別的税制は緩和された。すなわち、租税特別措置法第八条の適用を拡大して、非居住者も不利益を蒙らないようにした。また、資本金一億円以上の事業法人については優遇措置を受けられるようにした。この時点から、非居住者の国債投資が拡大していく。その後、登録債は廃止されるが、課税玉と非課税玉の問題は、長らくの間、国債流動化の大きな障害であった。

もう一つ、国債流動化の大きな障害となった税制度は有価証券取引税である。有価証券取引税の税率は一万分の一と非常に低い税率である。ところが、短期の売買を繰り返す債券売買では、低率は高率に転化する。何故なら、有価証券取引税は売買の度ごとに課税され、税の累増を排除しないから、低率であっても高率となる。

この障害が最も顕著になるのはレポ取引である。レポ取引は翌日物など超短期の売買である。国債のローリング決済方式が一九九六年に導入され、新たに決済に必要な資金と国債の調達市場、すなわちレポ市場の創設が必要になった。国際標準のレポ市場は売買形式だから、創設されるレポ市場は売買形式にせねばならない。ところが、売買形式のレポ市場を創設することが不可能であった。売買であれば有価証券取引税が課税されるからである。有価証券取引税を回避するため貸借形式のレポ市場が創設されたが、この日本版レポ市場は貸借形式だから共通の用語で理解できない複雑な構造となっている。日本版レポ市場は開かれた市場ではない。有価証券取引税

は一九九九年に撤廃された。有価証券取引税の廃止によって、売買形式のレポ市場創設が可能になった。

以上に見てきたように、国債売却制限の撤廃、国債市場参入制限の撤廃、流動化を阻止する税制度の撤廃、こうした流動化を阻止している制度の撤廃によって日本の国債は転々流通する有価証券となった。規制の撤廃により国債は有価証券としての地位を回復したのである。

3 国債流通に必要な資金と国債の供給—レポ市場の創設—

(1) 「大量国債発行」と現先市場の認知

国債が有価証券としての地位を回復しても、それだけでは国債の流動化が可能になっただけのことである。流動性の高い国債市場が実現したことはない。

国債流動性を向上するには、まず、国債流通に必要な資金と債券の調達市場の整備が必要である。国債流通の担い手は債券ディーラーだが、債券ディーラーは流通に必要な資金と国債を手元を持っているわけではない。流通に必要な資金と国債はレポ市場で調達する。債券ディーラーは、流通に必要な資金をレポ取引によって調達し、受け渡しに必要な国債をリバースレポによって調達する。レポ市場は債券ディーラーの市場であり、国債流通に必要な資金と国債を調達する市場であり、国債市場はレポ市場によって支えられている。

レポ市場の歴史を振り返ってみると、一九七五年以降の大量国債発行の開始と共に、一九七六年三月、現先市場は大蔵省によって認知された。現先市場の生誕は一九四九年から一九五〇年に遡ることができるが、現先市場は自由金利の市場だから、長らくの間、ママ子扱いで公に認められなかった。

ところが、国債大量発行によってディーラーファイナンスが必要となった。証券会社はコール市場から資金を

調達することを制限されている。現先市場が公認されたのは、ディーラーファイナンスとして、証券会社が国債引受や流通に必要な資金を調達する手段としてであった。

公認されたとはいえ、買い現先は公認されず、売り現先に限定されていた。売り現先は資金調達手段だが、買い現先は資金運用の性質を持つている。金利規制が継続している当時において、証券会社が自由金利のレポ市場で資金を運用することは制限された。また、証券会社は買い現先によって国債を調達する必要もなかった。国債の空売りが禁止されていたからである。国債の調達が必要となるのは、空売りが認可されてからのことである。現先市場の公認は売り現先に限定されたとはいえ、現先市場の公認によって国債売買に必要な資金を調達することが可能となり、現先市場が国債の流動化を支えるようになった。

(2) 「債券空売り」の認可と債券貸借市場の創設

一九八九年五月、債券の空売りが認可された。そして、空売り認可と同時に債券貸借市場が創設された。

空売りとは、債券ディーラーは手元に現物が無くても売買を可能とする取引手法である。空売りはアメリカの強い要求によって認可されたが、空売りには受け渡し日までに国債を調達できる市場が必要となる。

国債の調達は買い現先によって可能である。ところが、証券会社の買い現先は行政指導によって禁止されていた。そこで、現先市場ではなく債券貸借市場を創設して、この市場で空売りに必要な国債を調達できるようにした。

創設された債券貸借市場は、国債調達手段に限定された。業態規制によって銀行業務と証券業務には万里の長城が築かれ、このため無担保で国債を調達することも可能であった。

とはいえ、債券貸借市場の創設によって受け渡しに必要な国債を調達することが可能になった。空売りの認可によって国債流通市場は一段と成熟した市場に発展していく。

(3) 「ローリング決済方式」の導入と現金担保付債券貸借市場の創設

一九九六年一〇月、国債の決済方式は五・一〇日決済からローリング決済方式へ移行した。五・一〇日決済であれば、特定日に全ての決済を同時に行うから、決済に必要な資金と債券を節約できる。ローリング決済方式に移行すれば、纏めて決済できないから、決済に必要な資金と債券が新たに必要となる。

ローリング決済に必要な資金と国債を調達するため、一九九六年四月、レポ市場が新たに創設された。現金担保付債券貸借市場の創設である。新たなレポ市場の創設によって、債券ディーラーは決済に必要な資金と国債を調達することが可能になった。ところが、創設されたレポ市場は売買形式ではなく貸借形式のレポ市場であった。売買形式のレポ市場は国際標準のレポ市場だが、売買形式のレポ市場創設は有価証券取引税が課税される。有価証券取引税を回避するため、貸借形式とならざるを得なかったのである。

貸借形式のレポ取引は現金が担保だが、国際標準のレポ取引では債券が担保である。担保が逆転しているにも関わらず同じ用語が使われているため、非常に解り悪い。例えば、同じくレポ取引といっても、日本版では債券の調達をさし、国際版では現金を調達することである。これでは統一的な用語を使用することができない。また、名称も様々で、正式には現金担保付債券貸借市場だが、様々のニックネームがあり、日本版レポ、債券レポ、現担レポ、貸借レポ等、市場関係者は好みに応じて勝手な呼び名を付けている。複雑さの故に非居住者は日本のレポ市場に参入することが困難となっていた。

とはいえ、日本版レポ市場の創設によって、流通に必要な資金と国債の調達市場が整備された。残る問題は、貸借形式から売買形式への移行のみとなった。

(4) 国際標準のレポ市場創設と形骸化

二〇〇一年四月、新現先市場が創設された。新現先は売買形式で、国際標準のレポ市場が成立したのである。有価証券取引税は一九九九年に廃止され、売買形式のレポ市場創設が可能になったからである。新現先ではマージンコールやサブステイチューションなど、リスクコントロール条項が新たに付け加えられた。

ところが、現実の展開を見ると、新現先取引は拡大せず、日本版レポが圧倒的比重を占めている。日本の市場関係者は日本版レポにすっかり慣れてしまったこと、日本版レポから新現先に移行するには莫大なシステムコストが必要なこと、この二つの要因によって新現先市場は形骸化した。

(5) T+1移行と売買形式のレポ市場

二〇一八年、国債決済期間がT+2からT+1に短縮される。前号のレポートで概観したように、T+1への移行と同時に日本のレポ市場は売買形式のレポ市場に統一されることになった。長年の課題であった国際標準のレポ市場が確立することになる。

新現先は日本版レポには無いリスクコントロール条項が整備されている。リプライシング、サブステイチューションは日本版レポには無い。サブステイチューションによって、タム物物のレポ取引が活性化していくだろう。また、T+1移行と同時に、GCレポT+0の市場が実現する。この市場規模はコール市場を遥かに上回り、最

大の短期金融市場が実現することになる。

T+1を契機に、日本のレポ市場は新たな展開を遂げることになる。レポ市場の革新によって、更なる国債流動化の向上が期待できよう。

4 国債売買のリスクを最小限にする工夫―国債決済制度の整備と改革―

(1) 決済リスクの軽減と流動性の向上

国債の流動性は、更に、決済リスクの削減によって向上する。売買の約定から決済までの間、様々のリスクが内在している。相手方倒産や取りはぐれ等の信用リスク、価格変動によって予定した日時に決済が不可能となる流動性リスクなど、決済リスクが内在している。こうした決済リスクは転々売買の大きな障害となる。決済リスクを削減すれば、安心して売買が活発となり流動性の向上が期待されるのである。

決済リスクは未決済残高の大きさに比例している。未決済残高は取引額と期間の積だから、未決済残高を縮小するには二つの方法があり、一つは決済期間の短縮、もう一つは決済金額の圧縮である。

決済制度の歴史は決済リスク削減の歴史であり、未決済残高を縮小する制度改革の歴史である。未決済残高の縮小による国債流動化向上の推移を辿ってみよう。

(2) 決済期間の短縮による決済リスクの軽減

日本の国債決済方式は長らくの間、五・一〇日決済であった。五・一〇日決済のメリットは特定日に決済を集めて行うから、決済に必要な資金と国債を節約することができる。だが、他方で未決済残高の積み上がりによ

って決済リスクが拡大する。決済リスクを軽減するため、一九九六年一〇月、ローリング決済方式が導入された。ローリング決済方式では、国債決済は一件ごとに行われるため未決済残高は縮小する。他方で、決済に必要な資金と国債の調達が必要となってくる。ローリング決済方式を導入するため、前述した日本版レポ市場（現金担保付債券貸借市場）が創設されたのであった。

ローリング決済方式が導入された時点ではT+7であったが、日本版レポ取引が定着するのを見定めて、一九九七年四月、T+7からT+3に決済期間が短縮された。

決済期間の短縮が再び問題となるのは、二〇〇八年九月に発生したリーマンショックである。リーマンショックによって日本の国債市場やレポ市場は大混乱した。システムリスクは回避することができたが、フェイルの多発と国債流動性の低下、フェイル処理の遅れによる市場混乱、未決済残高の積み上がりが発生したのである。

この問題を解決するため、二〇〇九年九月、「国債の決済期間の短縮に関するワーキング・グループ」が設置された。そして、未決済残高を縮小し国債の流動性を高めるため、二〇一四年四月、国債決済期間がT+3からT+2へ縮小された。

二〇一八年に予定されているT+1への移行は、この延長線上にある。T+1移行によって未決済残高は縮小して決済リスクは削減され、国債流動性は更に向上すると期待されている。

（3）決済金額の圧縮による決済リスクの軽減

決済リスクを軽減するもう一つのルートは、相殺によって未決済残高を縮小することである。

二〇〇五年五月、国債清算機関が創設された。国債清算機関の役割は、多数の清算機関参加者の売りと買いを統合し、受け渡しの国債と資金を相殺する点にある。リーマンショック時、国債清算機関が無ければ、恐らく、国債市場は更なる混乱を極めシステミックリスクの発生を回避することができなかっただろう。

リーマンショックの教訓から、国債清算機関の重要性が再認識された。清算機関の機能を更に拡充するため、二〇一三年四月、日本国債清算機関は日本証券クリアリング機構と合併した。更に、国債取引の大宗である信託銀行は二〇一四年六月から清算機関に参加することになった。信託銀行の参加によって、クリアリング機構の機能は一段と拡充することになる。

(4) 日銀ネットによる国債決済制度の整備

金融機関の国債決済は日銀ネットを通じて決済される。資金の受け渡しは日銀ネット当預系（一九八八年稼働）を通じて、国債の受け渡しは日銀ネット国債系（一九九〇年稼働）を通じて決済されていた。

一九九四年四月、これまで別々に決済されていた日銀ネット当預系と日銀ネット国債系の処理が連動することになった。連動することによって国債と資金の同時受渡（DVP）が可能になった。同時受渡によって、「取りはぐれ」の決済リスクが回避できることになった。

二〇〇一年一月、即時決済（RTGS）が採用された。それまで、即時決済と時点決済の二本立てだったが、現実には時点ネット決済だけが利用されていた。この時点から、時点ネット決済は廃止され即時決済一本となる。

時点決済の場合、決済は午前九時、午後一時、午後三時、午後五時に纏めて行われるから決済に必要な資金と

債券を節約することができる。だが、決済を統合する場合、一つの決済不能は全体に波及するからシステムミックリスクを内包している。

即時決済の場合、一件ごとの決済だからシステムミックリスクは回避できる。だが、一件ごとの決済だから、決済に必要な資金と債券の調達が必要となる。

即時決済導入の対応策として、まず、債券調達が困難になった場合、フェイル慣行を導入することになった。次に、資金調達が困難になった場合、当日中の返済を条件とした無利息の当座貸越（日中当座貸越）を認めることにした。何れの対応も、即時決済が導入された二〇〇一年一月からである。

国債の同時受渡（DVP）、即時決済（RTGS）によって決済リスクは軽減された。また、フェイル慣行の導入によって国債売買はより活発となり、国債流動性の向上に寄与している。

むすび

日本の国債流動性は極めて高い。国債流動性が高いのは、国債の信用度が高いからだけではない。もう一つ、転々流通を容易にする制度を整備したからである。

転々流通を容易にする制度整備とは、第一に、流動化の障害となる制度を撤廃したことである。第二に、国債流通に必要な資金と債券の調達市場の整備である。国債売買の担い手は債券ディーラーだが、債券ディーラーが国債を引受け、不特定多数の売買注文に応じるためには、資金と国債の調達市場が必要である。この市場こそレポ市場に他ならない。レポ市場は債券ディーラーの市場であり、だからこそレポ取引の主語は債券ディーラーである。レポ市場が国債市場を支えているといえよう。第三に、国債決済リスクの軽減である。決済リスクを軽減

するため、まず、五・一〇日決済からローリング決済方式へ移行し、決済期間はT+7からT+3、T+2へと短縮されていった。決済期間の短縮によって未決済残高の積み上がりを回避し、決済リスクの軽減を行った。更に、相殺によって決済金額を圧縮し決済リスクを軽減した。日本国債の流動性が高いのは、流動性を向上させる制度整備の産物といえるだろう。

決済リスクの更なる軽減を期待して、二〇一八年からT+1へ移行する。T+1移行によって決済リスクは軽減し、国債の流動性向上が期待される。T+1移行と同時に、レポ市場は売買形式のレポ市場に統一される。新現先が日本版レポにとって代わるが、新現先には日本版レポには無いリプライシングやサブステイチューション等のリスクコントロール条項が整備されている。二〇一八年から日本のレポ市場は更に整備された市場となる。国債流通市場はレポ市場によって支えられていた。レポ市場の整備によって、国債流動性の向上が期待されるのである。T+1移行と新現先市場の確立によって国債の流動性は更に向上し、国債流通市場は新たな一ページを開くことになる。

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)

証研レポート既刊目録

No.1678 (2013.6)	執筆者	No.1685 (2014.8)	執筆者
リテール・ビジネスのバリュウ・チェインとアンバンドリング	二上	クラウドファンディングの投資家と地理的分散	松尾
金融危機と日本銀行	伊豆	破綻処理と店頭デリバティブ	伊豆
―特融・預金保険機構向け貸付・出資―		―一括清算をめぐる―	
ツイッター・クラッシュ	吉川	アメリカのA T S以外の取引所外取引の現状	清水
―ハッカーの誤情報による米国株価急変動―			
米国株式オプション市場の拡大とその背景	志馬		
No.1679 (2013.8)		No.1686 (2014.10)	
長期金利の変動はなぜ生じたか	中島	わが国証券業界の資本生産性	二上
ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資	松尾	長期国債先物取引に対する行政処分勧告	吉川
アメリカのティックサイズ拡大議論	清水	―アルゴリズム取引と相場操縦―	
アベノミクスと機関投資家行動	志馬	異次元緩和前の銀行の国債投資状況	志馬
投資家保有構造から考える日本国債の安定性	西尾		
イギリスの個人貯蓄口座 (I S A) の現状と展開	築田		
No.1680 (2013.10)		No.1687 (2014.12)	
世界の「上場」取引所の収益動向	二上	なぜ国債発行市場は安定しているか	中島
東日本大震災復興におけるファンドの取組	松尾	拡大するラップ口座	二上
ペイルアウトとペイルイン	伊豆	クラウドファンディングの可能性	松尾
B A T S とダイレクトエッジの合併合意	吉川	アメリカの証券市場構造とH F T (高頻度取引)	清水
―米国株式市場の再編―			
五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場	志馬		
クラウドファンディングによる岡山県・西栗倉村の地域活性化の取組み	坂下		
No.1681 (2013.12)		No.1688 (2015.2)	
国債危機の回避は財政再建か経済成長か	中島	ネット取引と対面取引	二上
デリバティブ市場統合における論点	二上	異次元緩和における〈二年〉の意味	伊豆
A T S でのN M S 証券の取引状況	清水	欧州H F T の実情	吉川
新規公開株の価格形成	岡村	―E S M A のデータ分析―	
		金融緩和と国債市場	志馬
		―金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化―	
No.1682 (2014.2)		No.1689 (2015.4)	
投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給	松尾	日本再興戦略と株式市場	二上
ペイルイン債とは何か	伊豆	欧州H F T の実情2	吉川
米国H F T の実情	吉川	―E S M A のガイドライン・レビュー―	
―S E C のM I D A S データー―		変化する金融商品仲介業支援ビジネス	坂下
取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性	志馬	―オンライン総合証券と中堅証券の参入―	
		インフレ率目標〈2%〉の起源	春井
		貸株取引の決済制度改革	福本
No.1683 (2014.4)		No.1690 (2015.6)	
リーマン・ショック以降の証券決算	二上	わが国のクラウドファンディング規制の現状	松尾
海外におけるクラウドファンディングの現状	松尾	金融危機と公的資金	伊豆
ティックサイズと市場構造	清水	株価指数先物の見せ玉注文	吉川
ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究	坂下	―米国司法省による英国投資家訴追請求―	
		米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム	清水
		米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization)	志馬
		―リキャップC B の原型―	
No.1684 (2014.6)		No.1691 (2015.8)	
「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について	二上	最近の投資信託市場の状況について	二上
中央銀行と自己資本	伊豆	誤情報配信による不正取引	吉川
―「出口戦略」を考える―		―S E C のブルガリア投資家訴追請求―	
米国H F T の実情2	吉川	ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制	清水
―S E C のM I D A S データー―		―プロップ・ファームをF I N R A 会員へ―	
アベノミクス導入から一年	志馬	国債決済期間の短縮とレボ市場の革新	中島
―機関投資家の動き―			

公益財団法人 日本証券経済研究所

ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。 |
| 研究会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| トピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|------------|---|
| 研究所出版物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証券図書館の蔵書 | 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。 |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。 |
| 証券年表 | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

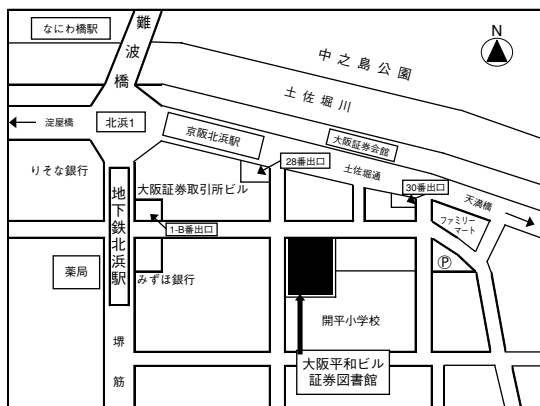
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六九二号
二〇一五年十月十二日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2015年10月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)