

シ団引受発行の廃止と国債市場特別参加者制度の創設

中 島 将 隆

要 旨

平成18年度をもって国債募集引受団（シ団）による10年国債発行が廃止され、10年国債は国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）の下で発行されるようになった。日本版プライマリー・ディーラー制度は平成16年10月に創設されたが、この間、この制度が本来の機能を果たすことができるか検証されてきた。入札を重ねるごとに制度本来の目的を果たすことができると検証され、平成17年12月19日に開催された「国債発行世話人会」に於いてシ団引受は廃止しても差し支えない、とされたのである。10年債以外の他の国債は公募入札によって発行されている。従って、平成18年度から全ての国債は公募方式で発行されることになったのである。

日本の国債は、長らくの間、10年国債が中心で、10年国債はシ団引受によって発行されてきた。国債種類の多様化が進み、公募発行が増加するのは昭和50年代後半以降のことである。

シ団引受発行は、世界に例を見ない日本固有の発行方式である。そして、この発行方式は、日本の国債管理と金融政策と密接に関連していた。シ団引受発行の歴史は、日本の国債管理と金融政策の歴史でもある。この発行方式が廃止されたということは、国債管理と金融政策の変化を象徴するだけでない。シ団引受の歴史的役割も終わった、ということである。

小論では、シ団引受の歴史的役割を振り返り、日本版プライマリー・ディーラー制度導入の意義を検討していく。まず、シ団引受の持つ二つの異なる役割、すなわち、シ団引受が財政資金の安定調達と長期金利決定方式という二つの役割を持つことを明らかにする。次に、昭和50年代後半以降、シ団引受発行額が減少し、代わって公募発行額が拡大していくこと、また、こうした国債発行方式の変化と共に、シ団引受発行の性質も徐々に変化し、シ団引受発行が限りなく公募発行に近い発行方式へ変化していく過程を分析する。その上で、なぜシ団引受の性

質が変貌したのか、なぜシ団引受は廃止されたのか、シ団引受到代わる日本版プライマリー・ディーラー制度は如何なる特徴を有しているか、また、なぜ日本ではプライマリー・ディーラー制度ではなく国債市場特別参加者制度と言われるのか、以上の点を検討していきたい。

目 次

はじめに

- I. 国債シ団引受発行の二つの側面
- II. シ団引受発行の変貌
 1. シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大
 2. シ団引受発行の公募化
 3. 統制的引受機構の解体と規制金利体系の崩壊
- III. なぜシ団引受の性質が変化したか
 1. 強制割当発行の量的限界
 2. 低利国債引受の限界
 3. 日本版アコードの成立
 4. 日米金融摩擦と国債制度の国際化

IV. なぜシ団引受は廃止されたか

1. シ団引受を巡る問題点
2. WI 制度と日本版プライマリー・ディーラー制度の導入

V. 日本版プライマリー・ディーラー制度の導入

1. プライマリー・ディーラー制度の特徴
2. なぜ日本版プライマリー・ディーラー制度が導入されたか
3. 日本版プライマリー・ディーラー制度の特徴
4. 日本版プライマリー・ディーラー制度の定着とシ団引受の廃止

はじめに

平成17年12月19日に開催された「国債発行世話人会」において、平成18年度以降、国債募集引受団（シ団）による10年国債発行が廃止されることになった。そして、10年国債は国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）の下で発行されることになった。10年国債は、ついに、公募で発行されるようになったのである。日本版プライマリー・ディーラー制度は平成16年10月に創設されたが、この間、この制度が本来の機能を果たすことができるか検証されてきた。入札を重ねるごとに制度本来の目的を果たすことができると検証され、シ団引受は廃止しても差し支えない、とされた。10年債以外の他の国債は公募入札によって発行されている。従って、平成18年度か

ら全ての国債は公募方式で発行されることになったのである。

日本の国債は、長らくの間、発行される国債は10年国債が中心で、10年国債はシ団引受によって発行されてきた。戦後の国債発行は昭和40年度から再開されるが、国債の発行方式を巡って議論される中、金融制度調査会は政府保証債の発行と同様のシ団金融機関に対する割当発行が最も現実的な発行方式である、と答申した。この答申に基づいて、長期国債はシ団引受によって発行されることになったのである。シ団引受は金融機関に対する割当発行であり、公募発行とは異なる日本固有の発行方式である。また、長らくの間、発行される国債は10年国債のみであった。昭和51年から5年割引国債がシ団方式で発行されるが、発行額は年間3000億円に限定されていた。国債種類の多様化が進み、公募発行が増加するのは昭和50年代後半以降の

ことである。

シ団引受発行は、世界に例を見ない日本固有の発行方式である。そして、この発行方式は、日本の国債管理と金融政策と密接に関連していた。シ団引受発行の歴史は、日本の国債管理と金融政策の歴史でもある。この発行方式が廃止されたということは、国債管理と金融政策の変化を象徴するだけでない。シ団引受の歴史的役割も終わった、ということである。ここでは、40年の歴史を持つシ団引受の歴史的役割を振り返り、日本版プライマリー・ディーラー制度導入の意義を考えてみたい。

I. 国債シ団引受発行の二つの側面

国債のシ団引受発行には二つの役割がある。一つは財政資金の安定調達を保証するものであり、もう一つは長期金利の指標となる10年国債の応募者利回りを決定する役割である。国債発行方式が金融市場の中心となる金利を決定していたのである。この役割を具体的に検討してみよう。

まず、シ団引受発行は財政資金の安定調達方法であり、政府にとって極めて都合のよい国債発行方式であった。シ団引受発行では金融機関の資金力に応じて国債の引受分担率が決定されている。従って、国債発行額が決定されると、引受分担率に応じてシ団メンバーに機械的に引受額が割り当てられる。割り当てられた国債は金融機関が引受け、自ら取得することになっている。公募発行であれば、未達、すなわち募集残が発生するリスクが内在している。しかし、シ団引受は割り当て発行であるから、募集残が発生することなく、全額が市中消化されることになる。従って、シ団引受発行は、全額市中消化を

保障する政府にとって極めて都合のよい発行方式である。

次に、シ団引受は長期金利の指標金利を決定する機構である。改めて繰り返すことでもないが、長期金利の指標は10年国債の応募者利回りである。10年国債の応募者利回りを基準にして、他の長期金利は決定される。この長期金利の指標となる10年国債はシ団引受けによって発行されていた。従って、シ団引受発行方式は長期金利の決定機構でもあった。

昭和50年代中頃までのシ団引受には次のような特徴があった。まず、シ団引受発行が強制割当発行となっていた点である。国債は市場実勢を無視して低利で発行され流動性を奪われていたが、引受金融機関は国債を「ご用金」と考えて引受けていた。次に、シ団引受発行が人為的低金利政策の支持機構となっていたことである。国債は強制割当によって発行されるから、国債の応募者利回りを人為的に低利に決定することが可能である。国債金利は規制金利体系の中心となる金利であり、各種の規制金利は10年国債の応募者利回りを中心にして国債金利とバランスを取って、人為的に決定されていたのである。そして、精緻な規制金利体系が維持されていたのであった。

かくて、昭和50年代中頃までは、シ団引受発行は強制割当発行であり、政府の人為的低金利政策の支持機構であった。国債管理と金融政策は密接不可分離の関係にあり、金融政策は財政政策の侍女の地位に甘んじていたのである。

II. シ団引受発行の変貌

1. シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大

戦時金融統制の名残とも言うべき統制的引受

機構は、昭和50年代中頃から徐々に変貌していく。まず、シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大である。昭和40年度から52年度まで民間資金による国債消化は、全額がシ団引受であった。昭和50年度から国債大量発行が開始されると、シ団引受額も増加していった。ところが、昭和55年度からシ団引受到に大きな変化が生じる。図表1でみるように、昭和55年度の国債発行総額は、前年度の発行額を上回っている。他方、シ団引受額は、逆に、54年度の9.7兆円から55年度は8.4兆円に減少しているのである。新規国債発行額は55年をピークに、以後、ほぼ横ばいを続ける。シ団引受額については54年度を堺に減額が続き、昭和60年には5.8兆円となって54年度の60%にまで減少するのである。また、民間消化に占めるシ団引受の割合は54年度の90.4%に対して、55年度は83.0%に減少し、以後、民間消化に占めるシ団引受の減少は一段と顕著になっていく。

シ団引受発行に代わって公募発行が拡大して

いった。図表2をみると、昭和50年代中頃から国債種類の多様化が進み、公募発行が拡大していることがわかる。3年国債、2年国債、4年国債が相次いで公募で発行されるようになった。50年代後半には6年債や15年債、20年債が私募で発行されるが、私募発行は後述するように休債によって10年債を発行することが不可能となったからである。10年債に代わって体系外金利の6年債や15年債、20年債が臨時的措置として発行されたものであり、私募が増えて公募が縮小したという事では決して無い。

60年代以降、短期国債も公募で発行されるようになった。国債種類の多様化が進み、10年債以外の国債は公募で発行されるようになった。5年割引国債のみシ団引受で発行されたが、発行額は興長銀の反対で年間3000億円に限定されていた。5年利付国債が公募で発行されるのは平成11年からであり、長短金融分離原則の撤廃によって5年利付国債の発行が可能になったからである。

図表1 昭和50年代におけるシ団引受の特徴

(単位：億円、%)

昭和年度	新規国債発行額 A (収入金ベース)	シ団引受 B	公募入札	民間消化計 C	B/C	C/A
50	52,805	44,405	—	44,405	100.0	84.1
51	71,982	61,844	—	61,844	100.0	85.9
52	95,612	85,612	—	85,612	100.0	89.5
53	106,740	93,740	10,000	103,740	90.4	97.2
54	134,720	97,720	10,359	108,079	90.4	80.2
55	141,702	84,702	17,316	102,018	83.0	72.0
56	128,999	55,191	20,206	84,759	65.1	65.7
57	140,447	73,797	22,009	103,447	71.3	73.7
58	134,863	57,174	30,349	97,863	58.4	72.6
59	127,813	67,164	22,750	89,963	74.7	70.4
60	123,080	58,700	16,292	76,529	76.7	62.2

出所：『財政データブック』平成15年度版より作成

図表4 シ団引受発行の変貌

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

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

公募発行の拡大と共に10年国債の相対的地位は更に低下する。バブル崩壊後、史上空前の国債が増発され、10年国債の発行額は再び増加していく。だが、シ団引受によって発行される10年債の相対的地位は低下し、図表3でみるように、市中消化分の10年債シェアは、平成3年度の78.7%から平成17年度には25.4%にまで激減しているのである。10年国債に代わって公募発行による国債が激増していく。シ団引受によって発行されていた5年割引国債は平成12年9月から発行停止となり、代わって5年利付国債が平成11年度から公募で発行されることになった。そして、この5年利付国債発行額は数年を経ずして激増し、平成17年度には10年債の発行額を上回るに至るのである。また、2年利付国債も11年度から発行額が飛躍的に増加してい

る。2年利付債、5年利付債は共に、10年債とほぼ同じ規模で発行されるようになった。

かくして、国債増発が続く中でシ団引受の発行額は減少し、公募発行額が拡大していった。新規債と借換債を合計した国債発行総額をみると、平成2年度から、公募発行額がシ団引受発行額を上回った。平成11年度からは、新規債の発行額においても、公募発行額がシ団引受額を上回るのである。

2. シ団引受発行の公募化

昭和50年代中頃以降、シ団引受発行額は徐々に減少していった。しかし、シ団引受発行の統制的性質は温存されていた。だが、シ団の統制的な性質も次第に変貌し、限りなく公募発行に近い発行方式に変化していく。

まず、昭和62年11月、シ団引受に引受額入札方式が導入されたことである。図表4でみるように、昭和62年10月までは全額が固定シェアで発行されていた。ところが、この時点からシ団引受発行総額の20%が入札で発行されるようになり、固定シェアによる発行が大きく変化したのである。とはいえ、入札額が予定の20%に満たない場合、募集残は固定シェアによって引受ることになっていた。更に、引受額入札方式においては、10年国債の発行条件は政府が決定していたのである。

次に、平成元年4月、シ団引受に価格競争入札方式が部分的に導入されたことである。価格競争入札方式のもつ画期的な意義は、シ団引受で発行される国債発行条件が競争入札によって決定される、という点にある。入札で決定された発行条件は、入札発行部分だけでなく固定シェアで発行される国債についても適用されることになったのである¹⁾。価格競争入札方式においても、入札額が予定額に達しない場合、募集残をシ団メンバーが固定シェアで引受ける点には変わらない。しかし、10年債の発行条件は政府ではなく、金融市場で決定されるようになった。

価格競争入札のシェアは年を追って拡大していく。価格競争入札方式が導入された平成元年4月時点では、競争入札シェアは40%であった。ところが翌年4月には60%、平成15年5月には80%に拡大し、平成17年4月からは終に90%になり、固定シェアによる発行は僅か10%に激減したのである。

また、シ団引受手数料も引き下げられた。図表5でみるように、昭和50年代末の引受手数料は70銭であったが、昭和61年から63銭、平成14年から37銭、平成16年5月から23銭に引き下げ

図表5 シ団引受手数料の推移

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

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

られた。引受手数料は割当て発行に対する代償の性質をもっていた。ところが、シ団引受の性質が変貌して限りなく公募発行の性質に近づいてくると、この手数料は応札価格に上乗せされて実質的な意味を失ってくる。その結果、引受手数料は徐々に引き下げられていったのである。

3. 統制的引受機構の解体と規制金利体系の崩壊

昭和50年代中頃以降におけるシ団引受のこうした変化は、まず、シ団引受が限りなく公募発行に近い性質を持つ発行方式に変貌したということである。シ団引受額の90%が入札で発行され、かつ、発行条件も入札によって決定される。募集残が発生すればシ団メンバーが引受けるとはいえ、こうした変化は、シ団引受発行は限りなく公募発行に近い発行形式に変貌を遂げたといわねばならない。戦時金融統制の名残とも言うべき統制的引受機構は解体したのである。

統制的引受機構が解体すると、10年国債の応募者利回りは人為的に決定することが不可能となる。そして、10年国債の応募者利回りは金融市場で決定されるようになる。これまで長期金

利の指標である10年国債の金利は人為的に決定され、このため他の金利は国債とバランスをとって人為的に決定されていた。そして、国債金利を中心金利とする精緻な規制金利体系が維持されていた。国債金利が自由化されると、国債と連動する他の金利も自動的に自由化される。10年国債金利の自由化と歩みを合わせて、他の長期金利も自動的に自由化が進み、ここに従来の規制金利体系は崩壊していくのである。統制的引受機構の解体は、日本版アコードの成立といえよう。金融政策は財政政策から独立したのである。

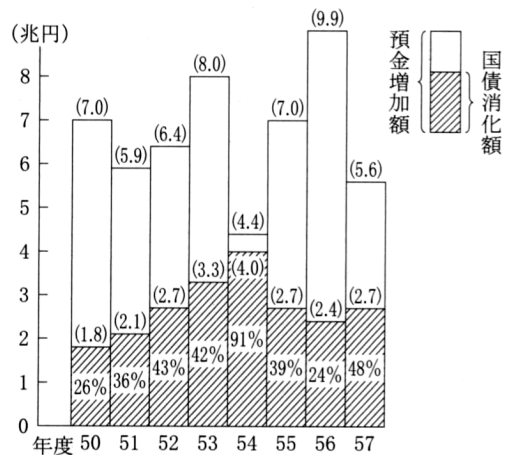
III. なぜシ団引受の性質が変貌したか

1. 強制割当発行の量的限界

では、なぜ、シ団引受発行の性質が変貌を遂げたのであろうか。なぜ、昭和50年代中頃以降に、この変化が生じたのであろうか。

シ団引受発行はシ団金融機関に対する強制割当発行とはいえ、この方式に基づく国債発行は無限に可能なものではない。いかに強制割当発行とはいえ、そこには一定の限界が画されている。まず第一に、この方式に基づく国債発行余力は銀行の資金力によって限度が画されている点である。シ団金融機関は資金量以上の国債を引受けることができない。この限度は昭和54年度に一挙に顕在化した。図表6でみるように、都銀の預金増加額に占める国債引受額の割合は、昭和50年度の大量国債発行時点から激増し、54年度には実に91%に達した。都銀はシ団引受の太宗である。こうした異常事態を迎えてシ団引受額の圧縮要求が生まれてくるのは当然のことである。この年、シ団引受の発行実績は当初予定の11兆700億円から9兆7720億円の圧

図表6 都銀の預金増加額に占める国債引受額の比率（実質預金ベース）



出所：松野編『国債』大蔵財務協会 昭和59年 30頁

縮されざるを得なかった。前述したように、昭和55年度の国債発行額は54年度を上回っている。だが、シ団引受額は逆に54年度を下回ることになった。こうした事実は、シ団引受が強制割当発行になっているとはいえ、この強制割当発行にも一定の量的限界があることを明確に示すものである。

2. 低利国債引受の限界

シ団引受の第二の限界は、低利国債の強制割当発行は銀行経営の危機を招くという点である。この限界は昭和40年代には表面化しなかった。低利国債が強制割当によって発行されたとはいえ、昭和40年代においては、金融機関は低利国債引受の代償を十分に享受していたからである。すなわち、低利国債が強制的に割当てられても日銀が1年後には全額を買い取り、しかも、金融機関に売却を発生させないように国債を管理価格で買い取っていたからである。ところが、昭和50年度的大量国債発行以降、インフレ防止のため従来の日銀買いオペが不可能に

なった。このため昭和52年4月からシ団金融機関の国債市中売却が徐々に認められ、ここに始めて国債の市場価格が成立した。しかし、国債が金融商品となり市中で売買されるようになる、金融の繁閑によって国債相場は変動することになる。54年春以降、金融逼迫とロクイチ国債の過剰供給によって、国債相場は大暴落し、シ団金融機関は巨額の売却損・評価損を発生させることになった。こうした異常事態を迎えて、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」と主張したのも当然の事と言わねばならない。シ団金融機関は従来の御用金思想を180度転換し、低利国債の強制割当発行の危険を明確に自覚するに至ったのである。これを端的に示すものが昭和56年6～8月の休債に他ならない。

昭和56年6月から8月までの間、わが国の国

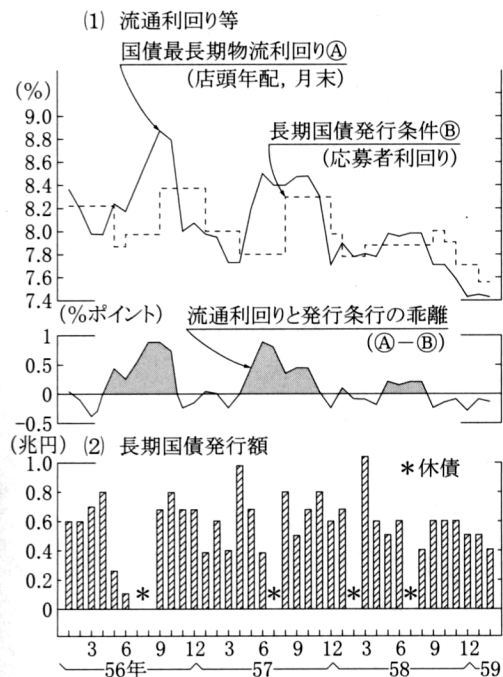
債史において特筆すべき休債という一大変化が発生した。政府の提示した発行条件に対してシ団は引き上げを要求したが、政府はこれを拒否したため、政府はシ団引受による国債発行を断念せざるを得ない異常事態を迎えたのである。休債はこの時点から日常化する。休債は昭和56年6月に続いて、57年7月、58年2月、58年7月、59年6～7月と続いている。図表7でみるように、国債の応募者利回りと流通利回りに乖離が発生すると休債となり、政府はシ団引受による国債発行が不可能になった。当初は大幅に乖離が発生した場合に休債となったが、次第に乖離幅が僅かであってもシ団金融機関は国債引受を拒否するようになったのである²⁾。

3. 日本版アコードの成立

休債が日常化した意味は、低利国債の強制割当発行が不可能になったという事である。市場実勢を尊重して発行条件を決めなければ、国債発行が不可能になったのである。この時点で、日本の国債管理と金融政策は一大転換をとげる。人為的低金利政策を維持することが不可能となり、金融市場の制約にしたがって国債の発行条件を決めざるを得なくなったからである。この時点で、金融政策は財政政策から独立性を獲得した、といえよう。「日本版アコード」が成立したのである。

だが、日本のアコードは、アメリカと異なり、成立時点が明確ではない。政府は財政負担軽減のため可能な限り低利国債発行に固執し、国債金利の自由化は「しぶしぶ」、「いやいやながら」、そして、「徐々に」認めざるを得ない状況に追い詰められたからである。日本版アコードの成立時点を確認することは困難であるが、昭和50年代末には乖離が発生しなくなったか

図表7 休債と国債応募者利回りと流通利回りの乖離



出所：日銀『調査月報』昭和59年5月号 29頁

ら、金融政策が財政政策から独立性を獲得したのは、昭和50年代末と言えるだろう。

4. 日米金融摩擦と国債制度の国際化

昭和50年代中頃以降、統制的引受機構としてのシ団引受は解体し、シ団引受発行は限りなく公募発行に近い発行方式となった。こうした変化は国債大量発行の必然的な帰結とはいえ、アメリカの要求によって、この変化が加速されたことを見落としてはならない。外圧がシ団引受の公募化を加速するのである。

国債応募者利回りが市場実勢化した時点から、すなわち、10年国債が魅力ある金融商品になった時点から、アメリカはシ団引受への参入要求と引受シェアの拡大要求を日本に突きつけてきた。このアメリカの要求は日米間の政治問題に発展し、その結果、アメリカの要求に応えて国債制度の国際化が進展し、シ団引受の公募化が進むのである。

図表8は、シ団引受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た。フォローアップ会合では、外国証券会社のシ団引受のシェア拡大要求、シ団引受発行の公募化の要求が次々に出されてきた。

シ団引受方式が日米金融摩擦にまで発展したのは、まず、昭和61年(1986年)12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、昭和62年(1987年)4月、日本は直ちに外国証券会社の引受シェアを拡大し、シ団引受発行の一部に引受額入札方式を導入する事を決定した。翌月の5月には、シ団引受到引受額入札方式を導入することを約束した。引き続き6月には、「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のである。

日米金融摩擦の第二段階は、昭和63年(1988年)8月、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」の成立である。「米国包括貿易法」が成立すると、翌9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3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、平成元年(1989年)8月、連邦準備制度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8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。シ団引受の公募化は、アメリカの要求によって加速されたのであった。

IV. なぜシ団引受は廃止されたか

1. シ団引受を巡る問題点

昭和50年代中頃以降、シ団引受発行は限りなく公募に近い発行方式になった。また、長期金利の指標である10年国債の応募者利回りも完全自由化された。にもかかわらず、これまでシ団引受の是非を巡って様々の問題点が議論されてきた。では、シ団引受の何が問題であったのだろうか。また、シ団引受が廃止された理由は何処にあったのだろうか。

シ団引受を巡る問題点については、これまで何度も「国債市場懇談会」で議論されてきた。シ団引受メンバーは、シ団引受をどのように考えているか、問題点を「国債市場懇談会」の議事録から抜粋してみよう。

図表 8 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

①存続論

- ・「現実としてシ団方式はマーケット原理を歪めているわけでもなく、また、これだけ財政事情が厳しくなっている中で、今、敢えて廃止する必要は無いと言える。また、引受手数料については、テクニカルな問題であり、手数料の額を引き下げれば解決できる問題ではないか」³⁾
- ・「シ団がそもそも創設された背景には国債大量発行があり、その中で円滑な消化を目的としたものであるが、現在では来年度の国債の発行が増える状況であることを踏まえると、もうしばらくシ団を存続させるべきであり、財政が中立あるいは緊縮になるという明確なゴールが見えるまでは、シ団制度の廃止は早すぎると考える」⁴⁾
- ・「今後のシ団のあり方については、賛否両論がある。発行量の増加が見込まれる現状では、近い将来で廃止するのは難しいであろうが、今後廃止の方向での議論をする場合にも、シ団に替わる安定消化のための仕組み、例えばプライマリー・ディーラー制を導入し、最低落札額をその要件として組み込むことであるとか、市場参加者・投資家と発行当局との対話の機関・機会が必要ではないか」⁵⁾
- ・「現在の日本の財政状況では、今すぐシ団を廃止することは難しく、シ団の廃止は中長期的な目標として、WI制度やプライマリー・ディーラー制度の導入とセットで考えていくべきではないか」⁶⁾

②廃止論

- ・「シ団の安定消化に対する寄与度は落ちており、シ団制度のデメリットとして次の5

- 点が挙げられる。第一に、シ団の存在が希薄化している・・・10年債の固定シェアの割合は12.5%にまで落ちており、シ団引受を国債消化のラストリゾートとして位置づけるには無理がある。・・・第二に、シ団メンバー各社の引受負担が増加している・・・。第三に、シ団引受シェアの硬直性がある。現行の業態別・各社別シェアは妥当なものとして説明困難である。第四に、引受手数料の問題がある。応札価格に上乘せされていることで引受手数料の実質的意義が失われていることに加え、各メンバーのシェアによって引受手数料の合計額が異なってくるため、入札に当たっての前提条件が不公平なものになっている・・・。第五に、シ団会議の開催等、運営コストがかさむ」⁷⁾
- ・「シ団制度が廃止されれば発行市場の透明性は向上する。国債市場の諸制度が次々に改善されている状況下で、あえて10年債についてのみシ団制度を残す必要はなく、むしろ、なくしたほうが新たな市場改革となるのではないか」⁸⁾
- ・「結論的にはWI制度さえ導入されれば、シ団を廃止し全額競争入札にしても市場参加者としては全く問題はない」⁹⁾

以上に見てきたように、存続論も廃止論も論点は共通している。まず、財政資金の安定的調達が必要である、という共通の認識である。相違点はシ団の果たしている評価の相違にすぎない。共通する第二の論点は、10年国債の市場流動性を向上させるにはどうすればよいか、国債市場の透明性を如何にして確保するか、という点である。今日の国債市場は金融市場の中核的

存在であり、国債市場を整備することは金融市場の整備と同一の意味を持っている。10年国債の市場流動性が向上すれば、長期金利の透明性が更に高まる。

存続論と廃止論は、いずれも財政資金の安定的調達と国債流動性の向上を如何に確保するか、の議論であった。シ団引受を廃止する前に、WI制度の導入と日本版プライマリー・ディーラー制度の導入が前提である、と議論された。

2. WI制度と日本版プライマリーディーラー制度の導入

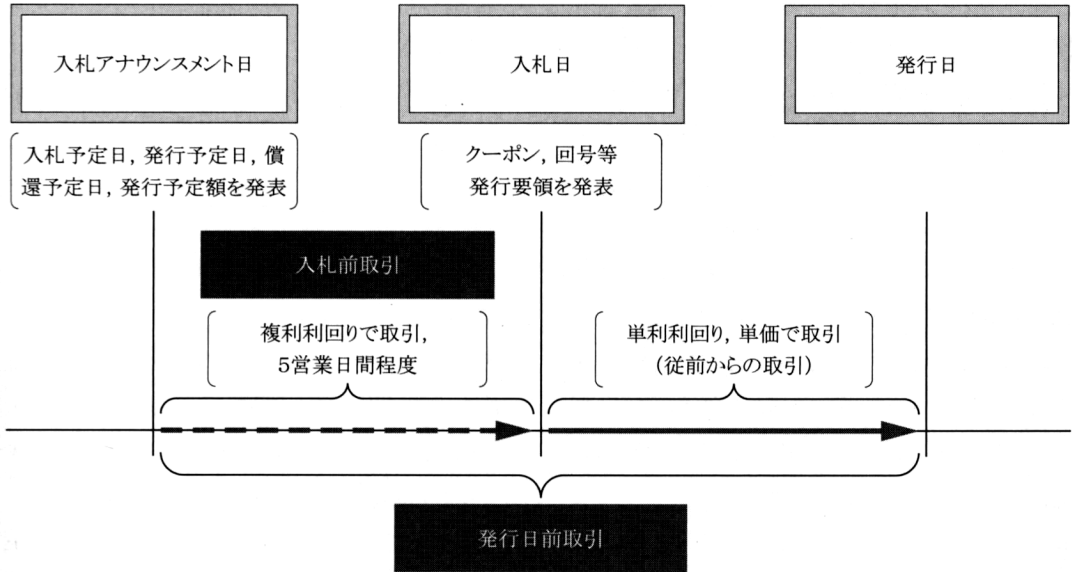
10年国債市場の透明性を高めるため、まず、WI制度が平成16年2月に導入されることになった。WI (When, as and if issued の略) とは、国債等の入札前取引のことで、アメリカやイギリスでは既に行われている。WI取引は、広義には発行日前取引全体を意味し、受渡

決済日は発行日となる。日本においても、入札後発行日前取引は既に行われていた。

平成16年2月に導入されたWI制度は、図表9でみるように、入札発行が行われる約5営業日前の入札アナウンスメント日から、発行日前取引を可能にする制度である。WI制度が導入されると、国債の市場流動性は向上する。新規発行債の消化は時間が長いほうがマーケットに対するインパクトも少ないからであり、市場の安定という面でも効率的である。新規発行債の消化時間が長くなるほど、引受手数料という不純な要因も市場で吸収されてしまう。WI取引により、入札時の価格のボラティリティが分散され、投資のタイミングに幅がでるからである。従って、10年国債の価格形成はより透明度が高くなる。10年国債の価格形成の透明度が高くなれば、長期金利の透明度も高くなる。

WI制度とセットで議論された日本版プライマリー・ディーラー制度は、平成16年10月に導

図表9 WI制度の概要



入された。日本版プライマリー・ディーラー制度は、正式名称は「国債市場特別参加者制度」である。なぜプライマリー・ディーラー制度ではなく国債市場特別参加者制度といわれるのか、また、なぜ公募入札発行でなくプライマリー・ディーラー制度が導入されたのだろうか。公募入札とプライマリー・ディーラー制度の共通点と相違点はどこにあるのだろうか。以下、次節でみていこう。

V. 日本版プライマリー・ディーラー制度の導入

1. プライマリー・ディーラー制度の特徴

プライマリー・ディーラー制度は、欧米で早くから国債発行方式として導入されてきた。アメリカでは1960年に、イギリス・フランスでは1980年代に、ドイツでは1990年に導入されている。

プライマリー・ディーラー制度は公募入札制度と類似している。しかし、次の点で異なっている。まず、公募制度であれば入札参加者に制限がないが、プライマリー・ディーラー制度の場合は参加者が制限されている。図表10でみるように、ディーラーは20社前後である。次に、参加者には特典と義務が課されている。参加者は応札責任と落札責任の代償として様々の特典が与えられている。図表10では詳細に各国の特徴が示されているが、要約すると次のようになるだろう。「明示的なメリットとしては、発行市場のアクセス権や落札上限制約における優遇など発行市場での便益、中銀のオペ相手先、業者間市場での高いプレゼンスおよびオーダーフロー情報入手などが挙げられる。非明示的なメリットとしては、プライマリー・ディーラーに

なることによる名声や評判の獲得、それに伴う顧客層拡大・より広汎な顧客動向の把握、ブローカー市場でのプレゼンスの高まりによる情報優位性の高まりが挙げられる」¹⁰⁾。また、プライマリー・ディーラーはマーケット・メイクの義務を課されている。このような義務と責任が課されているため、参加者が制限されているのである。

プライマリー・ディーラー制度の導入目的は各国で異なっている。アメリカではニューヨーク連銀による公開市場操作の相手先を選定する制度としてプライマリー・ディーラー制度を導入したが、イギリスやドイツでは国債の安定消化が目的となっている。ディーラーの責任は義務付けられているが、アメリカやイギリスでは数値目標は設定されていない。ディーラーの特権については、アメリカでは特段の資格は与えられていないが、イギリス・フランス・ドイツでは非競争入札への参加が認められているなど各国で異なっている（図表10参照）。

2. なぜ日本版プライマリー・ディーラー制度が導入されたか

日本版プライマリー・ディーラー制度はWI制度とセットになって、平成16年10月に導入された。導入された理由は二つある。一つは、シ団引受の廃止を念頭において政府資金を安定的に調達するためである。もう一つの理由は、未達を回避するためである。公募入札であれば、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発行される場合、この可能性は一段と高まる。

これまでも「未達」が生じていた。平成14年9月2日、10年物国債の価格競争入札方式で

図表10 欧米主要国のプライマリーディーラー制の概要

国	米国	イギリス	フランス	ドイツ
名称	プライマリー・ディーラー (Primary Dealers: PD)	マーケット・メイカー (Guilt-Edged Market Makers: GEMM)	国債スペシャリスト (Specialistes en Valeurs du Trésor: SVT)	オークション・グループ (Bund Issues Auction Group: BIAG)
導入時期	・1960年	・1986年	・1987年	・1990年
ディーラー数	22社 (2003年4月時点)	16社 (2001年9月時点)	22社 (2003年8月時点)	44社 (2003年8月時点)
メンバー選定者	・中央銀行 (NY連銀)	・国債発行当局 (財務省・債務管理室: DMO)	・国債発行当局 (経済財政産業省・国庫局・国債業務室: AFT)	・国債発行当局 (連邦財務省・ドイツ国会会社: GFA)
制度の主な目的	・金融政策の円滑な遂行, 国債市場の動向に関する統計, 報告の確保	・国債の安定消化, 国債市場の流動性確保	・国債の安定消化, 国債市場の流動性確保, 投資家に対する国債販売促進等	・国債入札への継続的・競争的な参加者の確保
メンバーの主な責任等	応札責任	・全ての入札に, 有意に, 競争的に, 相応な価格で, 参加しなければならない	・全ての入札に, 積極的に, 競争的に, 流動市場でのシェアに応じて, 参加しなければならない	・全ての入札に参加することを当局が期待
	落札責任	・全ての入札に, 有意に, 競争的に, 相応な価格で, 参加しなければならない	・全ての入札に, 積極的に, 競争的に, 流動市場でのシェアに応じて, 参加しなければならない	・1年間 (暦年) の発行額の0.05%以上 (デュレーションにより加重) を落札しなければならない
メンバーの主な資格	非競争入札等への参加資格	・特段の資格なし	・GEMMは, 競争入札と並行して, 非競争入札に参加できる	・BIAGは, 競争入札及び非競争入札に, 独占的に参加することができる
	バイバック入札への参加資格	・財務省が実施する買入消却の独占的な取引相手となることができる	・DMOが実施する買入消却の独占的な取引相手となることができる	・GFAが実施する買入消却の独占的な取引相手となることができる
当局との定例会合等	・半年に1回, NY連銀と各PDとの間で, 定例会合を開催 ・四半期に1回, PDの一部及び機関投資家をメンバーとする「国債発行諮問委員会」を開催	・四半期に1回, 翌四半期の国債発行計画の公表前に, DMOと全GEMMの定例会合を開催 ・年1回, 定例会合を開催 ・半年に1回各GEMMとの間で個別定例会合を開催	・月2回, 中期国債・長期国債の入札前に, AFTと全SVTの定例会合を開催 ・年1回, 定例会合を開催 ・短期国債の入札前に, AFTと全SVTの会議を開催	・定例の全体会合なし

出所: 辻 貴博「国債市場特別参加者制度について『ファイナンス』2004年12月号 4頁

未達が発生した。入札予定額 1兆3500億円に対して応募額は1兆1852億円にとどまり、応募額が入札予定額に達しなかったのである。シ団引受の価格競争入札で未達が生じたので、入札の残り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99円98銭であったが、入札未達で価格は99円8銭まで下落したのである¹¹⁾。

もう一つの事例は、平成14年2月7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、7日に実施された5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1.18倍で5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、事態はもっ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。10年物国債の利回りは1.57%と、約1年1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¹²⁾。

また、前述した昭和50年代中頃以降に日常化した休債も、事実上、未達と言えるだろう。休債はシ団引受方式の下で発生したが、政府は休債によって予定した資金調達が可能になった。発行予定額を調達することが不可能になったのであるから、休債は未達と同じ性質のものである。

国債の市中消化額はこの数年間で急増を続けている。新規債の発行額は前年度を下回るようになったが、借換債が激増しているからである。借換債によって国債発行額が激増し、加えてゼロ金利政策が解除されると、「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。

3. 日本版プライマリー・ディーラー制度の特徴

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11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よう。特別参加者は4つの義務を負っている。第一に、10年物国債だけでなく全ての国債入札に3%以上の応札義務がある事、第二に、原則1%以上の落札義務があること、第三に、流動性提供の義務である。諸外国のプライマリー・ディーラー制度ではマー

図表11 国債市場特別参加者制度の概要

(1) 目的

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

(2) 特別参加者の責任

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

(3) 特別参加者の資格

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

(4) 導入時期

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

出所：財務省『日本国債ガイドブック2006年』18頁

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を国債のアウトライク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ている。日本の場合、プライマリー・ディーラー制度という表現を避けて特別参加者制度としたのは、この制度の参加者は証券会社だけを前提としていないからである。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

図表12 国債市場特別参加者制度の指定企業(平成16年度)

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
JP モルガン証券	三井住友銀行
新光証券	UFJ 銀行
大和証券 SMBC	
ドイツ証券	
ドレスナー・クライノート・ワッサーズティン証券	
日興シテイグループ証券	
野村証券	
パークレイズ・キャピタル証券	
BNP 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	
UFJ つばさ証券	
UBS 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

(2)UFJ 銀行は2004年10月14日から2004年末まで特別資格停止

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、この追加発行に特別参加者は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¹³⁾。

図表12は国債特別参加者制度が創設された時点での指定企業である。指定企業は25社であったが、UFJ 銀行は18年度末まで特別資格を停

止されたので、18年度は24社が指摘企業となった。指定企業は何れも主要ディーラーであるから、指定企業によって国債消化の約9割までがカバーされると予想される。

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

シ団引受を巡る問題点は、かくして、日本版プライマリー・ディーラー制度と WI 制度の導入によって解決されることになった。残す問題は、果たしてこの制度が十分に機能するか、これを見届けるだけの問題となった。

4. 日本版プライマリー・ディーラー制度の定着とシ団引受の廃止

日本版プライマリー・ディーラー制度が導入された一年後の平成17年10月、国債市場特別参加者会合(第8回)と国債投資家懇談会(第13回)が開かれ、この制度の評価が行われた。まず、国債市場特別参加者会合での評価をみてみよう。

- ・「昨年10月に特別参加者制度が導入された以降の入札を見ると、応札倍率は2倍を底として概ね3倍～4倍という安定的な水準で推移している。これは、現在27社ある特別参加者がそれぞれ3%の応札責任を負っているため発行額の80%以上の応札が確実に入り、これに加えて、証券会社や投資家のニーズの応札が入る構造となっているためと思われる。この結果、札割れや応札倍率の急低下といったことが起きる可能性は現行制度においては相当減じられており、市場の安定性、ボラティリティの低下につながっている」¹⁴⁾
- ・「基本的には、特別参加者制度を評価しており、シ団についても廃止という方向で大丈夫と考えている」¹⁵⁾
- ・「特別参加者制度においては、各社が応札責任等を負うことにより、参加意識の高いマーケットが形成されてきている。従って、長年安定消化に寄与してきたシ団引受の枠組みをなくし、10年債も他年限と同様に完全に入札制度に変更しても、もはや問題は無いということだと思ふ」¹⁶⁾

国債投資家懇談会においても、同様の評価がなされている。

- ・「特別参加者制度は、国債の安定消化という当初期待された機能を発揮しており、入札というイベントに対する不安が払拭されたという効果があったと考えている」¹⁷⁾
- ・「入札を重ねるごとに、制度本来の目的が実現されてきたと感じる。ランキングを意識した競争激化という指摘もあるが、証券会社も各社各様の対応をとるようになってきており、制度としては非常にうまく機能しているのではないかと考えている。それを踏まえてシ団の廃止も全く問題ない」¹⁸⁾
- ・「シ団については、歴史的な使命は十分果たしたと思っており、廃止しても差し支えない」¹⁹⁾

日本版プライマリー・ディーラー制度の参加者は国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会において、1年間の実績を振り返り以上のような評価をおこなった。この評価に基づいて、平成17年12月19日の「国債発行世話人会」において、平成17年度末をもって10年債のシ団引受を廃止したのである。そして、シ団引受に代わって10年債も日本版プライマリー・ディーラー制度によって発行されることになった。

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

注

- 1) 引受額入札方式および価格競争入札方式の詳細な特徴については、河上信彦『国債』大蔵財務協会編 平成7年 55頁を参照されたい。
- 2) 休債の詳細な分析については、拙稿「休債は何を意味するか」『証券研究』第80号(1987年2月)を参照されたい。

たい。

- 3) 国債市場懇談会第7回 平成13年3月27日
- 4) 同上
- 5) 同上
- 6) 国債市場懇談会第12回 平成13年11月9日
- 7) 同上
- 8) 同上
- 9) 同上
- 10) 福島・花尻・嶋谷「国債流通市場と発行市場のリンク強化」日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ2001-J-2 2001年7月27日 6頁
- 11) 『日本経済新聞』2002年9月21日, 9月27日
- 12) 『日本経済新聞』2002年2月7日
- 13) 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13年11月9日に開催された第12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16年3月31日に開催された第33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
- 14) 国債市場特別参加者会議事録 第八回 平成17年10月19日
 - 15) 同上
 - 16) 同上
 - 17) 国債投資家懇談会議事録 第13回 平成17年10月25日
 - 18) 同上
 - 19) 同上

(甲南大学経済学部教授)