

## 国債発行制度の日米英比較

須藤 時 仁

### 一 はじめに

日本では、二〇〇五年度当初予算が成立し、それに伴って国債発行計画も固まった。〇五年度の発行予定額は一六九兆五、〇五一億円で、前年度当初比七兆一、六四四億円の増加（増減率四・四％増）である。発行根拠法別内訳を見ると、新規財源債と財政融資特別会計債（財投債）が前年度当初比で各々二兆二、〇〇〇億円（同六・〇％減）、一〇兆円（同二四・二％減）減少している

のに対し、借換債は前年度当初比で一九兆三、六四四億円（同二二・九％増）も増加し、発行額全体を押し上げている。また、〇五年一月に発表された「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」によると、借換債の発行見込み額は〇六年度以降も増加傾向を続け、一八年度には約一三六・八兆円に達する見通しである。このことは、借換債発行による国債大量発行の長期化という深刻な問題を惹起している。

このような国債の大量発行に直面したとき、国債管理政策はどうあるべきだろうか。IMF・世

界銀行が公表している『公的債務管理のための指針』を始め各国の公的債務（国債）管理政策の定義によると、その主目的は「国債発行に係るリスクを抑制した上で、発行コストを最小化する」ととなっている。つまり、発行金利のリスク・プレミアムを抑えること（コスト最小化、借り換え時の金利リスク抑制）によって将来の財政負担を軽減し（予算リスクの抑制）、かつ現在から将来にわたる政府の調達必要額が確保できるような（借換リスクの抑制）、国債の発行方法を策定することである。

この目的を達成するためには、国債の発行が流通市場をかく乱しないことが必要である。逆に言えば、国債発行政策は流通市場をかく乱しないという信任が投資家から得られなければ借換リスクが生じてしまう。財政当局はそのリスクを回避するために発行金利に大幅なリスク・プレミアムを

付さなければならなくなり、国債管理政策の目的は達成できない。

以上の点を踏まえ、本稿では、流通市場との関連を意識しつつ発行政策を国際比較の観点から分析することによって、日本の国債発行政策の問題点および採るべき政策を考えてみたい。比較対象は、日本、イギリス、アメリカ力である。<sup>11)</sup> ここで、発行政策とは二種類の政策に分けることができる。一つは、どのような制度的枠組みで国債を発行するかという発行制度の整備である。この発行制度に係る政策は一度決定したら簡単には変更すべきではないという意味で固定的な政策である。

もう一つは、調達必要額をどのような国債商品（割引債、固定利付債、物価連動債など）の組合せ、および年限構成で調達するかという狭義の発行政策である。これは調達必要額の大きさに応じて変更することができるという意味で操作的な政

策である。このように、発行政策は発行制度と狭義の発行政策とに分けて考えることができるが、紙幅の関係から前者を本稿で論じ、後者の考察は別稿（次号）に譲る。

## 二、発行市場の枠組み

発行制度とは国債を発行する場合の制度的枠組みをいい、これはさらに発行方式や入札資格者などを規定する「発行市場の枠組み」と、発行している国債の種類や年限といった「商品性」に分けることができる。以下では発行市場の枠組みと商品性について流通市場との関連に留意しつつ日米英比較を行うが、両者に関して最適な制度が理念的に存在するわけではないことに注意を要する。

ここでは、あくまでも国際比較の観点から、特に日本の発行制度で改善すべき点があるか否かを中

心に考察する。

日本の発行市場にはどのような制度的課題があったのだろうか。財務省に設置されていた国債市場懇談会（現、国債市場特別参加者会合）の第七回会合（〇一年三月）で提示された「国債市場の効率化に向けた今後の課題」では、この分野に関する課題として六つ――①シンジケート団制度のあり方、②リオープン方式の導入と拡充、③入札日前（When-Issued: WD）取引の導入、④入札方式の統一化、⑤入札結果発表時間の繰り上げ、⑥入札日から発行日までの期間短縮――が挙げられていた。これらの課題は、いずれも発行市場の透明性を高め、流通市場との連動性を強化するためのものである。このうち、前四者については日本銀行の副島氏等も国債流通市場と発行市場のリンクージュに関わる制度として取り上げ、G5諸国の制度比較に基づいて詳細に分析している。

こうした課題に対して、リオープン制度（〇一年三月）、W I取引（〇四年二月）、プライマリー・ディーラー制度（〇四年一〇月）導入などの改善が積み重ねられた結果、図表1に示すように現在では発行市場の枠組みにおいてイギリス、アメリカに遜色のないものとなっている（図表はすべて文末に掲載）。以下では、流通市場との関連が深く、かつ三方国で制度上の特徴が異なっている発行方式、リオープン制度、入札方式および入札結果発表時間について詳しく見てみよう。

(1) 発行方式

国債の発行方式には入札方式、シンジケート団（シ団）引受方式、タップ方式<sup>2)</sup>などがあるが、流通市場の状況を最も反映し透明性の高い方式は入札方式である。現在では三方国とも入札方式が発行方式の中心である。しかし、その方式の採用に

至る経緯は各国各様であり、アメリカは古くから基本的に入札方式により国債を発行していた。

イギリスでは、ビッグバンを契機に八六年からプライマリー・ディーラー制度を導入し、入札方式への移行を進めていたが、九〇年代前半まではタップ方式による発行も多かった。物価連動債は全額タップ方式で発行され、それ以外のギルト債（伝統的ギルト債）も発行額の五六・五%（九二年度）、二六・六%（九三年度）、一九・〇%（九四年度）がタップ方式で発行されていた。しかし、九五年の大幅な国債市場改革に伴い、九六年四月から伝統的ギルト債の発行を原則入札方式に切り替え、さらに九八年一月から物価連動債も入札方式を原則としている。ただし、タップ方式は完全に廃止されたわけではなく、特定銘柄または特定セクター（イールド・カーブの残存期間ゾーン）の一時的な需要過熱など例外的な状況に

において、市場管理手段としてタップ方式が用いられる場合がある。

日本では、従来中核的な国債であった一〇年固定利付債の発行にシ団方式が採用されてきた。日本のシ団制度の特徴は、全額発行の保証機能が付された割当部分（固定シェア引受）のほかに、シ団メンバーによる入札部分がある点である。全発行額に占める割当部分の割合は長い間一〇〇％であったが、八七年一月に八〇％に引き下げられて以来漸次縮小され、〇五年度には一〇％にまで低下した。さらに、財政当局（財務省）は〇五年度でシ団方式を廃止し、プライマリー・ディーラーを中核とする入札方式に全面的に移行する方針である。なお、一〇年固定利付債以外の国債については、全額公募入札により発行されている。

日本では〇四年一〇月からプライマリー・ディーラー制度が導入された。上述したシ団制度

廃止の方向を考え合わせると、今後すべての国債発行はプライマリー・ディーラーを中核とする入札方式に移行していこう。そこで、次に三カ国のプライマリー・ディーラー制度の内容を比較してみよう（図表2）。なお、プライマリー・ディーラー制は、公募制をベースとしているものの、一部特定の市場参加者をプライマリー・ディーラーとして選定し、それに国債市場に係る特別の責任と特権を持たせる点で純粋な公募制とは異なる。

図表2をみると、総体的には各国の制度に大きな相違は見られないが、細部では異なっている。まず、制度の導入時期は各国で大きく異なるものの、現時点でのディーラー数はすべて20社前後である。制度の主目的は、日本とイギリスがともに国債の安定消化と市場流動性の確保にある。それに対してアメリカの場合は、元来、ニューヨーク連銀（NY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・ディーラー制を創設したため、国債市場への貢献よりむしろ金融政策の円滑な遂行に対する協力が主目的とされている。

ディーラーの責任については三方国ともほぼ同様の義務が課されている。そうした中で、入札に關してアメリカとイギリスは積極的な参加を義務付けているものの、応札と落札についての数値基準は課されていない。これに対して、日本では応札においては発行予定額の三%以上、落札に關しても発行予定額の一定（原則一%）以上を義務付けている。また、日本とイギリスのディーラーにはマーケット・メイク義務があるのに対して、アメリカのディーラーにはない。NY連銀のオペレーションに応じる義務のみである。これは、上述したアメリカでのプライマリー・ディーラー制度創設の経緯、目的によるものである。

ディーラーの特権については、日本、イギリスとアメリカとでやや相違がある。まず、入札参加に關して、日本では特定の入札（第Ⅰ・Ⅱ非価格競争入札、流動性供給入札）、イギリスでは競争入札にディーラーは特権的に参加できるのに対して、アメリカのディーラーには入札に關する特権はない。逆に言えば、アメリカでは入札の参加資格に制限を設けていないが、実際には競争入札の参加者はプライマリー・ディーラーと機関投資家、非競争入札の参加者は個人等の一般投資家といった棲み分けがなされている。また、日本とイギリスのディーラーはストリップス債の分離・統合資格を特権的に有しているが、アメリカのディーラーにはその特権はない。

## (2) リオープン制度

リオープン制度とは、既発債と名称・記号、償

還期日、利払日、クーポン・レートが同一の新発債を追加発行する制度である。図表1にあるように、三力国ともこの制度を採用しているが、その形態は異なっている。

まず形式面では、日本とイギリスではリオープンの対象年限を限定せず、また、リオープンの時期も不定期である。これに対して、アメリカでは一〇年固定利付債、五・一〇・二〇年物価連動債に対してのみリオープンを行い、しかもその時期を固定利付債については発行の翌月、五・一〇年物価連動債については半年後、二〇年物価連動債については三カ月後と、定例化している。<sup>③</sup>

このように、日本は、形式面ではイギリスに近いものの、制度運用の実態から見るとイギリスと大きく異なっており、むしろアメリカに近い。日本では〇一年三月にリオープン制度を導入したもののあまり活用されておらず、新発債の発行が中

心である。これは、毎年の国債発行額が大きいため、各新発債の発行ロットを大きくして流動性を確保できるためである。アメリカも上述したように特定の年限に対してリオープンが定例化されているが、基本的にそれは一回のみであり、やはり新発債の発行が中心である。

一方、イギリスではギルト債の発行形態はリオープンが中心である。〇一年四月から〇五年三月までに合計七一銘柄のギルト債入札（物価連動債を含む）が行なわれたが、そのうち新発債の発行は一二銘柄のみである。イギリスでは、一〇年債として発行されたギルト債が五年後に残存五周年（擬似的な五年債）としてリオープンされるといったことが珍しくなく、リオープン制度が既発債の流動性を向上させる方法として積極的に活用されている。

こうしたリオープン制度の活用差により、T

B (短期国債) 以外の市場性国債の現存銘柄数は三カ国で大きく異なり、日本二九〇(〇五年三月末)、アメリカ一五七(〇五年五月末) に対してイギリスは五一(〇五年五月末) にすぎない。

なお、日本の財政当局は〇六年度から流動性供給入札(プライマリー・ディーラーのみ参加)を通じて特定銘柄を追加発行する体制を整える予定である。これは、現象的にはイギリスと同様に、例えば三年前に発行した特定銘柄の一〇年固定利付債を七年債として追加発行することになる。しかし、イギリスがリオープン制度を活用する目的は随時既発債を追加発行することにより市場全体の流動性を向上させることにあるのに対して、日本の流動性供給入札制度は、前述したイギリスのタップ発行と同様に、市場で人気が高い特定銘柄を追加供給することによってイールド・カーブが歪むことを抑え、国債市場を安定させることを目

的としている。<sup>(4)</sup>

### (3) 入札方式

入札方式ならびに後述する入札締め切りから入札結果発表までの時間(以下、結果発表時間と略す)はいずれも入札参加者の落札リスクに関わる問題である。したがって、これらの制度の運用は落札価格、つまり落札時のリスク・プレミアムの大きさを通じて流通市場に影響を与えることになるが、興味深いことに三カ国でこれらの制度に無視できない相違がある。

入札方式には三カ国ともコンベンショナル方式またはダッチ方式を採用している。いずれの方式も応札価格が高いものから応札額を累計し、総発行額を満たしたところまでを落札対象とするが、コンベンショナル方式では個々の応札価格が発行価格となる一方、ダッチ方式では個々の応札価格

に関わらず最低落札価格が発行価格となる。

コンベンショナル方式では高い価格を提示すれば落札の可能性は高くなるが、反面、入札債券の流動性が乏しく投資家の需要やフェアリユーの予想が困難な場合には、債券価値より高い価格で落札してしまうという、いわゆる「勝者の災い」に陥る可能性も高くなる。したがって、流動性が低い債券の入札にコンベンショナル方式を用いると、参加者が真の評価価値より低い応札額を提示してくるため、落札価格に下方バイアス（つまり金利にリスク・プレミアム）がかかりやすくなる。しかし、ダッチ方式を用いた場合には、勝者の災いに陥る可能性が低いため、応札額および落札額に下方バイアスがかからない、またはかかっても小さくなる。

こうした考え方から、日本とイギリスでは入札方式としてコンベンショナル方式を基本としなが

らも、流動性が相対的に乏しい超長期固定利付債（日本のみ）、変動利付債、物価連動債の発行にはダッチ方式を採用している。

一方、アメリカでは九八年二月以降、すべての国債入札にダッチ方式が採用されている。従来はアメリカでもコンベンショナル方式で発行されていたが、九一年のソロモン・ブラザーズ証券による買占め事件を契機に、入札方式に関する実験的措置（二年債と五年債の入札をダッチ方式に変更）や学術的研究が積み重ねられた。それらの結果から、ダッチ方式の方がコンベンショナル方式より真の需要（ないしその予想）を反映した入札結果となり、発行の効率性が高まると判断したのである。

(4) 入札結果発表時間

入札結果発表時間の長短も入札参加者のリスク

に関わっている。入札結果が発表されるまで参加者は落札できたか否かがわからない。このため、W I取引でロング・ポジションを取っている参加者は落札した国債を売却する前に価格が下落するリスクにさらされる。逆に、ショート・ポジションを取っていた参加者は、落札できなかった場合、そのポジションをカバーするために当該国債を市場から購入しなければならないが、購入前に価格が上昇してしまうリスクにさらされる。したがって、入札参加者はこうしたリスクを補償するために価格を割り引いて（つまり金利にリスク・プレミアムを付して）入札する。この価格ディスカウント（金利のリスク・プレミアム）の程度は結果発表時間が長いほど大きくなる可能性があるため、財政当局はその時間をできる限り短縮しようとする。

この結果発表時間は三カ国間でかなりの差があ

る。アメリカが最も短く、入札締め切り後わずかに二分で発表される（〇三年八月以降）。次いでイギリスが短く、T Bで三〇分以内、T B以外のギルト債で四〇分以内を目標としている。実際の平均時間（〇三年）はT Bで一分、その他で二分三〇秒であるが、それでもアメリカに比べてかなり長い。イギリスでは、現在、プライマリー・ディーラーの入札を電話（その他の投資家は申込書の提出）で行なっているが、これを〇五年中に電子入札（プライマリー・ディーラーのみ）に変更すべく債務管理庁（D M O）が諮問中である。電子入札に変更することにより、結果発表時間が五〜一〇分に短縮されることが入札参加者（ディーラー）から期待されている。

一方、日本では〇二年四月以降結果発表時間が、それまでの一時間半から一時間に短縮されたものの、アメリカはもちろん、イギリスと比べて

も長い。これは入札参加者による誤入力のチェックなど入札に係る諸手続きに万全を期すことによつて、市場の混乱を回避しているためである。

一方で、結果発表時間が発行効率の悪化につながらないよう、財政当局および日本銀行は入札スケジュールを工夫している（TBとFB以外の国債入札は一二時締切——三時結果発表というように、金融機関の昼休みを挟んで取引が少ない時間帯に設定されている）ほか、○五年四月からプライマリー・ディーラー向けの第II非価格競争入札（一〇年固定利付債、TB、FBを除く国債の入札において、競争・非競争入札の結果発表後（入札当日）に追加的に行なう入札）をオンライン化し、これですべての入札をオンライン化した（○五年四月から導入される第I非価格競争入札は当初からオンライン化）。また、この第II非価格競争入札は、競争・非競争入札の結果発表後に実施

して、計画通りに落札できなかったプライマリー・ディーラーに落札のチャンスを与えることによつて、長い結果発表時間に伴うリスクを軽減していると考えられる。こうした様々な施策、改善に加え、国債の発行金利が極めて低いという環境もあり、米英との結果発表時間の差が日本の発行効率を特に悪化させている様子は無い。しかし、将来、金利水準が上昇したときに発行効率の阻害要因とならないよう、実務上可能な限り結果発表時間の短縮を図ることが望まれよう。

### 三、商品性

前項で説明したように、発行市場の枠組みにおいて、日本はアメリカ、イギリスに比べて制度的にほとんど遜色がなくなった。発行制度におけるもう一つの重要な要素である商品性はどうかである

うか。前述した国債市場懇談会で提言された課題の中で、商品性に関連したものと四つ——①発行年限構成の工夫、②ストリップス債制度の導入、③個人向け国債の導入、④物価連動債の導入——が挙げられていた。このうち、後三者はアメリカ、イギリスで既に導入されている制度、商品である。

こうした課題に対して日本の財政当局は、ストリップス債制度（〇三年一月）、個人向け国債（〇三年三月）、物価連動国債（〇四年三月）を導入するなど、制度の改善と商品性の充実に努めてきた<sup>(5)</sup>。また、二〇〇〇年六月から既に一五年変動利付債が導入されていることから、商品性については米英両国とほとんど遜色がない。

図表3は、市場性国債の商品性を三カ国で比較したものである。各国に共通して発行されている種類は割引債、固定利付債、物価連動債である。

アメリカには変動利付債の発行制度がない。日本とイギリスではその発行制度があるものの、現在発行している国は日本だけである。そこで、以下では、割引債、固定利付債、物価連動債について三カ国を比較してみよう。

#### (1) 割引債

日本では、〇二年以前は三年物または五年物の割引国債が発行されていたが、現在では年限一年以下のTBのみ発行されている。この結果、発行されている割引国債は三カ国ともTBのみである。しかし、その年限や発行頻度においてアメリカ、イギリスと日本とではやや異なる。

アメリカとイギリスにおけるTB発行の枠組みは非常によく似ている。発行の中心は年限六カ月以下で、さらに一カ月物、三カ月物の発行頻度が毎週と高い（アメリカでは六カ月物も毎週発行さ

れている)。また、定期のT B発行以外に、国庫の資金フローを円滑にするための短期国債が適宜発行される。

日本の場合は、発行が六カ月物または一年物のみであり、他の二カ国に比べて期間の長いものを中心である。また、発行頻度も月次ベースで少ない。こうしたアメリカ、イギリスと日本との違いは、T Bの性格の相違によるものであろう。アメリカとイギリスではT Bが国庫の資金繰り債と位置付けられているのに対して、日本では借換債と位置付けられている。このため、日本の制度には非定期（臨時）に発行されるT Bはない。日本では国庫の資金繰り債としてF B（政府短期証券）が発行されているが、これは制度上国債ではない（ただし、実態的には国債と異ならない）。F Bは三カ月物が毎週定期的に発行されるほか、二カ月物が国庫の状況に応じて適宜発行され、これがイ

ギリスの短期T BまたはアメリカのC M B（資金管理短期証券）に対応している。

(2) 固定利付債、物価連動債

固定利付債と物価連動債の商品性および発行制度は日本、アメリカとイギリスとは大きく異なる。第一に、イギリスの場合、発行年限（新発債として発行されたときの、発行から償還日までの期間）が正確に五年、一〇年となっているわけではなく、例えば図表3の五年固定利付債には六年債、一〇年固定利付債には一二年債、一三年債などが含まれる。つまり、イギリスでは厳密に発行年限を固定するのではなく、償還までの期間が短期（一—七年）、中期（七—十五年）、長期（一五—年超）という概念で国債を発行しているようである。これは、元来国債の満期に対して無期限（永久債）、有期限の区別が主であったことのほかに、

発行において新発債の発行より既発債のリオープンが中心であることによるものであろう。

第二の大きな相違点は、年間および四半期ベースで入札予定は公表されるが、総入札回数および時期は年間総発行予定額によって変化することである。

以上説明したように、イギリスの発行年限は日本やアメリカに比べかなり多様である。しかしながら、各銘柄の残高は少ないわけではなく、リオープン制度を積極的に活用することによって流動性を確保している。この発行方法の特徴（発行年限が長いほどリオープンによって当該銘柄の残高が増加していく）に加え、イギリスでは国債に対する中心的な投資家が保険会社、年金基金といった長期投資家であることから、既発債の銘柄数や残高を見ると、発行年限が一五年超の長期債の割合が高い。さらに、〇五年三月から発行年限

が四〇〜五〇年の超長期固定利付債および物価連動債も導入された。また、物価連動債の物価調整に関して、現行では八カ月のラグをおいた小売物価指数（RPI）を用いているが、〇五年度から三カ月のラグをおいたRPIで調整する新型の物価連動債を発行する。ただし、これによって既発物価連動債のリオープンが行われなくなるわけではない。

アメリカで現在発行されている固定利付債の年限は二・三・五・一〇年と、中期債に集約されている。従来、発行年限が二〇年と三〇年の長期債が発行されていたが、二〇年物は八六年、三〇年物は〇一年を最後に発行されていない。発行が停止されている期間から判断して、二〇年物は制度的に廃止された可能性が高い。三〇年物の発行停止は国債発行額が減少したためと政府は説明しているが、〇二年度以降発行額が増大しているにも

かわらず停止が解除されていない<sup>(6)</sup>。ただし、三〇年物は現在でも銘柄数、残高とも多いため、ベンチマーク年限の一つとして扱われているようだ。

物価連動債は九七年一月に導入され、歴史は長くない。年限としては五・一〇・二〇年物が発行されているが、銘柄数、残高から判断すると一〇年物が中心である。三〇年物は固定利付債の場合と同様の理由で一〇年を最後に発行が停止されている。

日本で現在発行されている固定利付債の年限は二・五・一〇・二〇・三〇年であり、そのうちのベンチマーク年限も含めて、アメリカとイギリスが採用している年限とほぼ同様である。九〇年代後半および二〇〇〇年までは年限が非常に多様化していたが（二・三・四・六・一〇・二〇年固定利付債および三・五年割引債を發行）、九九年に

五年物と三〇年物の固定利付債を導入してから徐々に年限を整理し、上記の年限に集約した。それでも、九〇年代前半まで長い間にわたり一〇年固定利付債の発行が中心だったため、現在でも一〇年物の残高が他の年限より圧倒的に大きい。一方、物価連動債は〇四年三月に導入されたばかりであり、年限も一〇年しかない。

なお、日本では一五年変動利付債を定期的に発行している。これは、長期債に対するニーズに応えたものと政府は説明している。変動利付債を發行することは短期債の更新に類似する効果が得られることから、長期債へのニーズに応える一方で、政府債務のデュレーションを短期化したい場合には好都合な商品である。しかし、二〇年および三〇年固定利付債の發行残高は固定利付債残高の約一〇%を占めるにすぎず、米英におけるその構成比よりかなり低い<sup>(7)</sup>。変動利付債には、将来の

金利変動に対するヘッジ手段を提供することで、投資家の要求する金利リスク・プレミアムを削減する効果があるものの、金利上昇期待が著しく弱い局面においては、超長期固定利付債の流動性を厚くするためにもこれらの年限に振り替える余地もあるのではないか。

#### 四、おわりに

以上、発行市場の枠組みと商品性に分けて国債の発行制度を日本、アメリカ、イギリスの三カ国と比較してきた。日本は、〇一年三月に第七回国債市場懇談会で国債市場の課題が提示された時点では、発行市場の枠組みにしても商品性にしてもアメリカ、イギリスに劣っていたが、その後改革を積み重ねた結果、今日では両国にほとんど遜色のない発行制度を備えている。つまり、国債発行に

関してアメリカ、イギリスと並ぶだけの枠組みは整えたのである。この枠組みを国債管理に活かすことができるか否かは、本稿の冒頭で述べた操作的政策、つまり調達必要額をどのような国債商品の組合せおよび年限構成で調達するかという狭義の発行政策にかかっている。この論点について、より具体的には各国の発行構成ならびにそれと需要との関係については別稿(次号)で考察する。

(参考文献)

- 副島豊、花尻哲郎、嶋谷毅 「二〇〇二」 「国債流通市場と発行市場のリンク強化」、金融市場局ワーキングペーパーシリーズ、2001-1-2、日本銀行金融市場局。
- 花尻哲郎、二宮拓人、植木修康 「二〇〇三」 「米国の国債管理政策と国債管理の手法と運用」、金融市場局マーケットレビューシリーズ、2003-1-1、日本銀行金融市場局。
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank [2003] *Guidelines for Public Debt Management*. (<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>)

## 国債発行制度の日米英比較

(注)

- (1) 特にイギリスでは、一九九五年に国債管理政策の抜本的な改革を行い、その中で国債管理政策の目的として「発行リスクを抑制した上での長期的なコストの最小化」を明確に打ち出し、発行政策の面でもこの目的に資する様々な改革を行ってきた。また、日本銀行の花尻氏等は近年のアメリカにおける国債管理政策の展開を整理・分析し、それに基づいて日本の政策に対するインプリケーションを導いている。
- (2) タップ方式とは、中央銀行が政府から一旦国債を引き受け、その後の流通市場の状況に応じて市場に売り捌いていく発行方式である。
- (3) 五年固定利付債も制度上は○三年五月に定例リオープン  
の停止が解除されたが、実際には停止されたままである。  
また、三〇年固定利付債については発行自体を停止しているため、定例リオープンも停止されている。
- (4) 財務省が行う「流動性供給入札制度」と類似した制度として、日本銀行が保有する特定銘柄の国債を売現先により市場参加者に対して一時的かつ補完的に供給する「国債の補完供給制度」がある。両制度とも国債の流動性向上と円滑な市場機能の維持を目的としているが、その意図するところは、前者の場合「発行に係るコストとリスクの軽減」にあり、後者では「金融調節の円滑な実施とその効果の浸透」に重点が置かれている。
- (5) ストリップス債制度において、○三年一月以降に発行された二・五・一〇・二〇・三〇年固定利付債は分離適格振替国債と定められた。また、個人向け国債は非市場性国債であり、現在は一〇年変動利付債のみだが、○六年一月から五年固定利付債を発行する予定である。
- (6) 米財務省は○六年度から三〇年固定利付債の発行を再開することを検討中であり、○五年八月に決定する予定である（○五年五月四日付 *Quarterly Refunding Policy Statement*）。
- (7) イギリスでは発行年限が一五年超の固定利付債（ダブル年限債と永久債を除く）残高の固定利付債全体に占める割合は約四八％もあり、アメリカでも二〇年および三〇年固定利付債残高の割合は約二一〇％である。

(すどう) ときひと・当研究所主任研究員

図表 1 各国の発行市場の枠組み

	日本	アメリカ	イギリス
<b>【発行方法】</b>			
発行方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札/シフト引受の併用。</li> <li>10年固定利付債の発行は、シフトメソッドによる価格競争・非価格競争入札（90%）と固定シェア割当（10%）による（2005年4月以降）。</li> <li>その他の国債は入札方式により発行。なお、中期国債（2、5年）については、価格競争入札のほか非価格競争入札がある。</li> <li>04年10月から段階的にフレクシブル・デューラー（国債市場特別参加者）制度を導入。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札のみ。</li> <li>1980年よりフレクシブル・デューラー制度を導入。</li> <li>フレクシブル・デューラー、機関投資家等向けの競争入札と一般投資家（個人等）向けの非競争入札を実施。基本的に、競争・非競争入札への参加資格は限定されていないが、両者に同時に参加することはできない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ほとんど入札のみ。</li> <li>1986年よりフレクシブル・デューラー（ギルト債マーケットメーカー）制度を導入。</li> <li>フレクシブル・デューラーのみ参加する競争入札と、投資グループのメンバーとしてDMOの承認を受けた（機関）投資家（DMO's Approved Group of Investors）も参加できる非競争入札がある。</li> <li>TBの発行も入札が基本だが、リオーゾンする場合にタッグ方式を用いる。</li> </ul>
リオーゾン/追加発行	<ul style="list-style-type: none"> <li>2001年3月に導入。</li> <li>アドホックにリオーゾンを実施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>10年固定利付債、5・10・20年物価連動債は定例リオーゾンを実施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>アドホックにリオーゾンを実施。</li> <li>アドホックに銘柄統合を実施。</li> </ul>
<b>【入札参加者】</b>			
入札参加者数	<ul style="list-style-type: none"> <li>10年債はシフト1,244先（2004年5月債以降）。</li> <li>公募入札については、TB、FBが303先、14年超の国債が253先、その他が236先。</li> <li>国債市場特別参加者28先。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>競争入札：フリャー・デューラー22先、機関投資家等。</li> <li>非競争入札：一般投資家</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>競争入札：フリャー・デューラー16先、うち13先はノンデューラー債フリャー・デューラー。</li> <li>非競争入札：（ノンデューラー債）フリャー・デューラーおよび投資グループのメンバーとしてDMOの承認を受けた（機関）投資家。</li> </ul>

比較対象の日本銀行発行債

入札参加義務等（ブライマリー・デイナー等）	<ul style="list-style-type: none"> <li>10年債では、一般投資家が応募した残額についてシフトに引受義務。</li> <li>国債市場特別参加者に関して次の応札、落札義務。</li> <li>発行予定額の3%以上の応札。</li> <li>発行総額に対しTB・FB合計で0.5%、その他で1%以上の落札（直近2四半期）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>積極的に入札に参加する必要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>規模に応じた応札実績が必要。</li> </ul>
ブライマリー・デイナーのウェットメイク義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>有り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>流通市場ではなし。NY連銀のオペに依る義務有り。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>有り</li> </ul>
<b>【入札方式】</b>			
コンベンショナル/ダッチ	<ul style="list-style-type: none"> <li>コンベンショナル方式/ダッチ方式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダッチ方式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>コンベンショナル方式/ダッチ方式</li> </ul>
価格入札/利回り入札	<ul style="list-style-type: none"> <li>価格入札/利回り入札</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>利回り入札</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>価格入札</li> </ul>
<b>【入札情報の公表】</b>			
発行体と応札者との情報交換	<ul style="list-style-type: none"> <li>有り</li> <li>一四半期ベース。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>有り</li> <li>一四半期ベース。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>有り</li> <li>一四半期および年間ベース。</li> </ul>
入札情報の事前公表			
1) 年限・入札日	<ul style="list-style-type: none"> <li>四半期分</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>四半期分</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年間分および四半期分</li> </ul>
2) 発行額	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札1週間前程度</li> <li>入札日前取引開始。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札1週間前程度</li> <li>入札日前取引開始。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札が行なわれる前週の火曜日</li> <li>入札日前取引開始。</li> </ul>
3) クーポン	<ul style="list-style-type: none"> <li>入札当日</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>定例リオーブ対象債券は発行額公表時、それ以外は入札当日（入札後）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行額公表時</li> </ul>
入札締切から公表までの時間	<ul style="list-style-type: none"> <li>約1時間後</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2分後（±30秒の誤差あり）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TBは30分以内、TB以外は40分以内が目標。</li> </ul>

(注) 05年6月末時点。

(出所) 副島ほか [2001]、花尻ほか [2003]、各国資料から作成。

図表2 日米英のプライマリー・ディーラー制度

	日本	アメリカ	イギリス
名称	国債市場特別参加者 (日本版プライマリー・ディーラー)	プライマリー・ディーラー (Primary Dealers : PD)	ギルト債マーケット・メーカー (Gilt-edged Market Makers : GEMM)
ディーラー数	28社 (2005年6月末時点)	22社 (2005年6月末時点)	16社 (2005年6月末時点)
導入時期	・2004年(10月)	・1960年	・1986年
制度の主な目的	・国債の安定消化、国債市場の流動性等の維持・向上。	・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。
メンバー選定者	・財務省	・中央銀行(NY連銀)	・債務管理庁(DMO)
メンバーの責任等			
応札責任	・すべての入札に、競争的に、積極的に、相応な価格で、発行予定額の3%以上の相応額を応札すること。	・すべての入札に、有意に、競争的に、相応な価格で参加しなければならない。	・すべての入札に、積極かつ競争的に、流通市場でのシェアに応じて参加しなければならない。
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、落札実績額および引受実績額の、発行総額に占める割合が一定以上(原則1%)であること。	・同上	・同上
マーケット・メイク	・十分な流動性の提供義務有り。	・NY連銀のオベに於ける義務はあるが、国債流通市場ではない。 —1992年まではPD内での対顧客取引高シェアが1%以上でなければならなかった。	・残高が7.5億ポンド以上の全銘柄について、常時、有効な、売買気配を提示し、売買に応じなければならない。 ・国債流通市場において、相応のシェアの参加を行わなければならない。
自己ポジションの報告等	・ポジション、取引状況等を財務省に報告する義務。	・ポジション、取引状況等をNY連銀に報告する義務。	・ポジション、取引状況等をDMOに報告する義務。
当局のモニター等	・財務省が各特別参加者の活動状況を常時モニターし評価する。 —財務省は、原則として四半期毎に各特別参加者と個別面談を行い、モニター結果を通知する。	・NY連銀が、PDの活動状況を常時モニターするほか、半年毎に各PDの活動状況のパフォーマンスを評価する。	・DMOが各GEMMの活動状況を常時モニターする。 ・DMOが、半年毎に各GEMMに流通市場でのシェアを個別に伝達する。
資格(特権)			
非競争入札等への参加資格	・従来の非競争入札に平行して、第I・II非価格競争入札に独占的に参加する資格有り。 —財務省が国債市場の流動性の維持・向上等を目的に行なう特定銘柄に対する「流動性供給入札」に独占的に参加する資格有り。	・特段の資格なし。	・競争入札にはGEMMのみが参加資格有り。 ・競争入札と平行して参加資格有り。
バイバック入札への参加資格	・独占的な取引相手。	・独占的な取引相手。	・独占的な取引相手。
ストリップ債の分離・統合	・独占的な分離・統合資格を有する。	・特段の資格なし。	・独占的な分離・統合資格を有する。
スワップ取引への参加資格	・優先的な取引対象先となることができる。	・スワップ取引は行なわれていない。	・スワップ取引は行なわれていない。
当局との定例会合	・四半期ごと	・四半期ごと	・四半期ごと

(注) イギリスにおいて、物価連動債のマーケット・メーカーはインデックス債マーケット・メーカー(IL GEMM)と呼ばれ、GEMM16社中13社がその資格を有している。

(出所) 財務省資料などから作成。

図表 3 市場性国債（自国通貨建ての内国債）の商品性比較

【イギリス】

種別	年限	ベンチマーク年限	発行頻度	銘柄数	発行残高 (100万ポンド)	最低入札額および単位	備考
割引債	• TB 1カ月 3カ月 6カ月	—	• 1カ月物と3カ月物は毎週（最終営業日）。 • 6カ月物は適宜（2002、03年度は年間12回）。 • 短期 TB は適宜。	—	合計 20,250	• 50万ポンド以上5万ポンド単位。	• 12カ月物はほとんど発行されない。 • 短期TBは満期28日以内の短期国債。
	12カ月 短期TB	—	• 短期 TB は適宜。	—	—	—	—
固定 利付債	• 有期限 3年 5年 10年 15-25年	5、10、 30年	• 中央政府純資金必要額（CGNCR）の多少に応じて適宜。	1 3 8 14	11,817 40,734 89,663 76,705	• 競争入札（ブライイアリー・ブライイアリーのみ） —100万ポンド以上100万ポンド単位。 • 非競争入札	• 05年3月27日に初めて発行。 • 有期限債だが、政府に償還時期のオプションがある国債。1978年6月を最後に発行なし。 • 1946年10月を最後に発行なし。
	30年 50年 ブライイアリー 年限	—	—	4 1 3 (内 R1)	53,522 2,500 1,850 (内 R19)	ブライイアリー・ブライイアリーは10万ポンド以上10万ポンド単位。 —その他（承認された投資グループのメンバー）は1,000ポンド以上1,000ポンド単位。	• 05年3月27日に初めて発行。 • 有期限債だが、政府に償還時期のオプションがある国債。1978年6月を最後に発行なし。 • 1946年10月を最後に発行なし。
変動 利付債	• 無期限 永久債	—	—	8 (内 R7)	2,966 (内 R1,027)	• 固定利付債と同じ。	• 1996年6月を最後に発行なし。
物価 連動債	5年 10年 20年 30年	—	• 中央政府純資金必要額（CGNCR）の多少に応じて適宜。	0 0 2 7	0 0 13,407 80,757	• ブライイアリー・ブライイアリーがインデックス債ブライイアリー・ブライイアリーに替わる以外は固定利付債と同じ。	• 1992年9月を最後に発行なし。 • 1992年9月を最後に発行なし。

(注) 1. TBの発行残高は2005年5月末時点、TB以外の銘柄数および発行残高は6月8日時点の数値。額面ベース（物価連動債はインフレ調整後）。  
2. 短期TB（short maturity TB）は国庫の資金フローを円滑化するために、定期のTB発行以外でブライイアリー・ブライイアリーなどを含む。つまり、イギリスでは、厳密な年限ではなく満期が短期（1-7年末端）、中期（7-15年末端）、長期（15年以上）の年限ゾーンを目安に発行している。なお、05年から発行年限が40～50年の固定利付債および物価連動債を導入した。  
3. 銘柄数および発行残高のカッコ内に記されている“R”は、発行残高が7.5億ポンド以下の小規模債（tump gilts）を表わす。この債券については、ブライイアリー・ブライイアリーはマーケット・メイカーの義務がない。  
4. 銘柄数および発行残高の資料から作成。  
(出所) 債務管理庁（DMO）の資料から作成。

呼称45種証券レジュメ

【アメリカ】

種別	年限	ベンチマーク年限	発行頻度	銘柄数	発行残高 (100万ドル)	最低入札額および単位	備考
割引債	• TB 4週 13週 26週 52週 CMB	—	• 4週物は毎週（通常火曜日） • 13、26週物は（併せて）毎週（通常月曜日） • CMBは適宜。	—	合計 961,296	• 1,000ドル以上1,000ドル単位。	• 52週物 TB は01年2月を最後に発行停止。 • CMB は資金管理短期証券。
固定 利付債	• 中期債 (Note) 2年 3年 4年 5年 7年 10年 • 長期債 (Bond) 20年 30年	2,3,5, 10(,30) 年	• 2年物、5年物は毎月。 • 3年物、10年物は年4回 (2、5、8、11月)。 —10年物はさらした年4回 (3、6、9、12月)の定 例リオープン。 — —	24 8 0 30 0 31	761,707 205,136 0 614,933 0 674,274	• 割引債に同じ。 —	• 4年物は1991年1月を最後に発行なし。 • 7年物は1993年5月を最後に発行なし。 • 20年物は1986年1月、30年物は2001年8月を最後に発行なし。 • 30年物の46銘柄中8銘柄は政府による28年償還のオプション有り。 • 2004年10月に5.5年物を発行。05年4月にリオーンズ、さらに10月にもリオーンズを予定。 • 2004年7月に20.5年物を発行。05年1月にリオーンズ、さらに7月にもリオーンズを予定。 • 30年物は2001年10月を最後に発行なし（ただし、01年10月の発行は30.5年物）。
物価 連動債	5年 10年 20年 30年	—	• 5年物は4月、20年物は1月の年1回発行。 —5年物は10月、20年物は7月に定例リオープン。 • 10年物は1月、7月の年2回発行。 —4月と10月に定例リオープン。	1 11 1 3	21,423 196,295 22,555 48,429	• 割引債に同じ。	

- (注) 1. 銘柄数および発行残高は2005年5月末の数値。額面ベース（物価連動債はインフレ調整後）。  
2. 資金管理短期証券（Cash Management Bill：CMB）は借入の必要に応じて（国庫の資金管理のために）適宜発行される短期証券。  
(出所) 米国税務省のホームページ等から作成。

国債発行制度の日米英比較

【日本】

種別	年限	ベンチマーク年限	発行頻度	銘柄数	発行残高 (10億円)	最低入札額および単位	備考
割引債	• TB 3ヵ月 6ヵ月 1年	—	• 毎月発行。 • 毎月発行。	—	TB計 46,624	—	• 2000年3月を最後に発行なし。
	• 中期国債 3年 5年 (• FB) 2ヵ月 3ヵ月	—	—	4 3	498 212	—	• 2002年11月を最後に発行なし。 • 2000年9月を最後に発行なし。 • 2ヵ月物 FBは2000年度から導入。 4月と6月に合計3回程度発行。
固定 利付債	• 中期 2年 3年 4年 5年	2.5、10 (20)年	• 毎月発行。 —	24 0 0	57,961 0 0	• 2年物、5年物、10年物： —競争入札については1億 円以上、1億円単位。 —非競争入札については 100万円以上、100万円単 位。	• 1988年8月を最後に発行なし。 • 2001年2月を最後に発行なし。 • 5年物は1999年度に導入。 • 2001年3月を最後に発行なし。
	• 長期 6年 10年		—	7	8,077		
	• 超長期 10年 20年 30年		—	90	279,964		
	• 毎月発行。 • 毎月発行。 • 年4回発行。		74 17	51,476 6,301			
変動 利付債	15年	—	• 年6回(奇数月)発行。	26	25,280	—	• 30年物は1999年度から導入。 • 2000年度から導入。
物価 連動債	10年	—	• 年2回発行。	3	900	—	• 2003年度から導入。

(注) 1. 銘柄数および発行残高は2005年3月末の数値。額面ベース。

2. 財投債を含む。

(出所) 日本証券業協会『公社債便覧』、日本銀行『金融経済統計月報』、財務省資料から作成。