

国債残高管理政策としての買戻し制度

須藤 時 仁

一、わが国の残高管理手段

二〇〇六年度の国債発行計画が固まった。総発行額は一六五兆四、三五一億円となり、前年度当初比で四兆七〇〇億円（増減率二・四％減）減少している。発行根拠法別内訳を見ると、新規財源債が二九兆九、七三〇億円、財政融資特別会計債（財投債）が二七兆二、〇〇〇億円であり、前年度当初比で各々四兆四、一七〇億円（同二二・八％減）、四兆一、〇〇〇億円（同二三・一％減）

減少している。これに対し、借換債は一〇八兆二、六二一億円と前年度に続き一〇〇兆円を超えた。前年度当初比でも四兆四、四七〇億円（同四・三％増）増加し、発行額の押し上げ要因となっている。

〇六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をピークに〇九年度まで減少が続くものの、一〇年度から再び増加に転じ、一九年度には約一一五・六兆円に達する見通しである。この根本的な原因が高水準の政府債

務残高にあることは明白であり、〇六年度末（見込み）における国債残高（内国債ベース）は約六八兆円となり、名目GDP比で約一三三％に達する。〇五年一二月のOECDの見通しによると、日本における一般政府ベースの債務残高は〇六年末で一六〇・五％と、G7諸国の中でも突出して高い。

このように、借換債の発行増加が中長期的に見込まれる一方で、将来を見通すと、国債の発行・消化環境は必ずしも明るいわけではない。特に懸念される点は、①〇一年度からの財政投融资改革に加え、郵政民営化と政府系金融機関の統廃合による政策的な国債引受（措置）の後退、②経済の正常化に伴う金利上昇の可能性である。このことは、今後国債残高管理（政策）の重要性が高まることを示しているよう。

日本における残高管理の手段には、主として金

利スワップ取引と既発国債の期限前買入消却がある。金利スワップ取引とは、異なる種類の金利（例えば固定金利と変動金利）の支払いを一定期間に亘って交換する取引である。国債管理に係る金利スワップ取引については、〇二年六月の証券決済システム改革法の中で国債整理基金特別会計法が改正されたことにより実現可能となった。¹¹⁾

財務省が発行している『日本国債ガイドブック二〇〇五』（四〇―四一頁）によると、「金利スワップ取引の活用方法については、将来の調達コストが上振れするリスクを抑えつつ、調達コストも抑制するため、従来から試みているコスト・アット・リスク（CaR）分析を活用し、リスクコントロールを適切に行いながら、次の二つのケースにおいて実施する」とし、さらに、当面はケースⅠの事例を中心としつつ、ケースⅡのような場合も補完的に実施する方針である。¹²⁾

ケースⅠ…○八年度に大量の国債償還が発生する状況の下、その際の金利情勢次第では借換えに伴う調達コストが大きく上振れするリスクがある。その時点での金利変動リスクを抑制するため、○八年度を超える長期の「固定払い・変動受け」と、○八年までの中期の「固定受け・変動払い」の金利スワップ取引を組み合せて実施する。

ケースⅡ…年度当初に策定された国債発行計画の執行に当っては、策定時以降の様々な金融情勢等により発行額等に変化が生じ、それに伴って当初想定されていた固定と変動の比率など負債構成に変化が生じることがある。その場合に、金利スワップ取引を用いて負債構成の適正化やリスクを適切にコントロールする。

この財務省の説明から判断すると、金利スワップ取引は残高管理の補完的な手段と考えられる。

一方、買入消却とは、国債または政府証券を期限到来前に買い戻す制度である^③。日本の場合、買い戻した国債を消却するため「買入消却」と呼んでいるが、消却するか否かは買い戻す目的によるため、一般には「買戻し(Buyback)」と呼ばれる。

政府(財政当局)が既発国債を買い戻す形式には様々なものがあり、市場流動性の向上、償還の平準化など金利スワップ取引よりも多様な目的に適用できるため、英米をはじめ多くの国でこの制度を活用している。日本の場合、○八年度に集中している普通国債の償還を平準化することを目的に買入消却が行われているが、財務省はより広範囲な目的でこの制度を活用しようとする模索中である。実際、財務省の発表によれば、市中からの買

入れ額も〇五年度見通しの約七、五〇〇億円から〇六年度には一兆八、〇〇〇億円へ大幅に増額される計画である。

金利スワップ取引と買入消却を比べると、残高管理手段として後者の方が主となるべきであろう。前述したように、国債の残高管理の重要性が高まると考えられる中、今後買入消却（買戻し）制度をいかに活用していくかは極めて重要な課題である。この問題を考える端緒として、以下では買戻し制度について概説する。

二、買戻し制度の目的と対象銘柄の選択要素

政府による国債の期限前買戻し制度に基づくとペレシジョン（以下、オペと略す）は、買戻し（Buyback）と借換え（Bond Exchange）とに

大別することができる。⁴⁾ なお、本稿で対象とするオペは政府、中央銀行のいずれが実施するかは問わないが、その目的が国債管理政策にあるものに限る。金融政策（通貨供給など）のために行なわれるオペは含まない。また、アメリカなどで発行されている期限前償還条項付国債をその条項に従って償還することは、「買戻し」ではなくあくまで「償還」であるため、本稿の対象としない。

買戻しオペと借換えオペは、ともに既発国債を償還期限前に買戻すためのオペであるという点は共通するが、買戻しの対価が前者では基本的に現金で支払われるのに対して、後者では国債で支払われる点が根本的に異なる。したがって、買戻しオペ以前に国債（通常はカレントのベンチマーク銘柄）を発行して買戻し資金を調達する場合は実質的に借換えオペである。なお、本稿では、買戻しオペまたは借換えオペによって買い戻される

銘柄を対象銘柄、借換えオペアによつて発行される銘柄を発行銘柄と呼ぶ。

買戻しオペア、借換えオペアとも基本的には既発債を期限前に買戻すためのオペアであることから、国債市場全体の流動性向上、公的債務管理の適正化という共通の目的を有する。前者は、特に国債の要発行額が低い時期に流動性の低い既発国債を買戻し、ベンチマーク銘柄の発行を増加させることによつて、市場流動性を向上させることである。後者は、ターゲットとする満期の国債の買戻し（さらに、借換えオペアでは発行する国債の満期を調整する）を通じて償還を平準化するまたは全体としての満期構成や平均残存年限を調整することによつて、借換えリスクや金利負担をコントロールすることである。

また、公的債務の適正化の観点から、各オペアに固有の目的もある。まず、買戻しオペアは、予期せ

ぬ税収増加など年度当初には計画していなかった余剰資金が生じたときに、その資金で流動性の低い国債を買い戻すことにより政府債務を削減するなど、余剰資金の管理手段（視点を変えれば機動的な債務削減手段）として用いることができる。一方、借換えオペアは市場を安定化するために実施されることがある。具体的には、機関投資家が運用のベンチマークとしている債券インデックスにおいて重要な銘柄がキー・マチュリティーから外れそうなときに、当該マチュリティーに属すカレント・ベンチマーク銘柄と交換するオペアを通じて、投資家は効率的にそのポートフォリオを再構成することができ、さらに投資家の市場参加を促すことによつて市場の安定を促すのである。

オペアで買戻す対象銘柄を選択する場合に重要な要素として次の四つがある（図表1）。まず、

図表1 多くの国で採用されている買戻し対象銘柄を選択する基準

- ・買戻し制度に基づくオペレーションが市場（価格）に与える影響を考慮し、かつ各オペレーションの効率性とコストを比較考慮すること
- ・流動性が低いオフ・ザ・ラン銘柄であること
- ・満期構成および利払い構造を考慮すること
- 通貨構成、デュレーション、満期構成などに関する現在の負債ポートフォリオの評価に基づくべきである。
- ・流通市場における個別銘柄の取引状況等に注意すること
- 例えば、大部分がストリップス化されている銘柄や先物取引の受渡適格銘柄は買戻しの対象とすべきではない。

（出所） World Bank and IMF [2001] の Box4.7 (p.144) から作成。

オペが対象銘柄の市場価格に与える影響を考慮し、後述する当該オペの効率性とコストにとつて適切な銘柄を選択することである。この要素は、対象銘柄の選択だけではなく、どのオペを実施するかを決定する際にも重要な要素である。

第二に、流動性が高いベンチマーク銘柄は避けることである。オペの実施時点でオフ・ザ・ラン銘柄であっても将来的にベンチマーク銘柄とする（例えば、五年ベンチマーク銘柄として発行した国債の残存期間が二年となったとき、改めて二年のベンチマーク銘柄としてリオープンする）予定がある銘柄は、対象銘柄から外すべきである。

第三に、残存する国債の満期構成および利払い構造を考慮することである。これは必ずしも対象銘柄に対してのみではなく、発行銘柄の満期およびクーポン・レートも考慮した上で対象銘柄を判断することも含む。なお、この点は、買戻しオペ

において、買戻し資金を調達するために国債を発行する場合も同様である。⁵⁾

第四に、銘柄の取引状況等を考慮することである。例えば、ストリップス適格債であり、大部分がストリップス債に分離されている銘柄は避けるべきである。このような場合、仮にオペを実行したとしても当然応募は少なくなる。オペの告示から実施までの期間を長くとした場合、ディーラーがストリップス債を統合してそれに参加できる可能性は高くなるが、オペをより確実に成功させるためには、そのような銘柄を対象銘柄に選ぶべきではない。また、先物取引の受渡適格（最割安）銘柄、スワップ取引の原資産となつている銘柄は避けることである。そのような役割を果たしている銘柄を買い戻すことによつて、派生商品市場など他の市場のかく乱につながる恐れがある。

三、買戻しオペレーション

買戻しオペには買戻しオークション（Reverse Auction、以下RAと略す）と買入れオペレーションの二形式がある。前者は国債の買戻しをその発行と同様の公募入札方式で行い、後者は流通市場を通じて買戻しを行うオペである。多くの国では、いずれの形式も備えている（図表2）。

(1) 買戻しオークション

RAは、参加者が保有する国債を売却するためにオフアーを提出する点以外は、基本的に通常の売出しオークションと同じ方法で行われる。したがつて、大規模な買戻しに適している。入札は通常、競争価格方式によつて行われ、参加者もプライマリー・ディーラーに制限している国が多い。

国債残高管理政策としての買戻し制度

図表 2 買戻し制度を採用している主要国

地域・国	買戻しオペレーション		借換えオペレーション	
	買戻しオークション	買入れオペ等	競争入札方式	固定比率方式
【ヨーロッパ】				
アイルランド		○		○
イギリス	○	○	○	○
イタリア	○	○	○	
オーストリア	○	○		
オランダ		○		
ギリシャ	○		○	
スウェーデン	○		○	○
スペイン		○	○	
デンマーク		○	○	
フィンランド	○	○	○	○
フランス	○	○	○	○
ベルギー	○	○	○	○
ポルトガル	○	○		
【北米】				
アメリカ	○			
カナダ	○	○	○	○
【アジア・オセアニア】				
日本	○			
オーストラリア	○	○		
ニュージーランド	○	○		○

(注) 2005年末時点。

(出所) World Bank and IMF [2001]、GAO [2001]、DMO [2003]、各国財政当局のHPなどに基づき作成。

また、多くの国では買い戻した国債を決済時に売却する。

一方、通常の売出しオークションと大きく違う点は、政府が買い戻す総額が必ずしも確定していない点である。政府は未公表の足切り価格以上（または利回り以下）のオファーを拒否できる権限を有することによって、「公正」と判断される「価格」より不当に高い価格で対象銘柄を買い戻す義務から免れることができる。このため、政府はRAの告示において買い戻し予定額を発表するが、これは買い戻し可能な上限額であって確定金額ではない。

この買戻し総額に対する政府の裁量権は、メリットとデメリットの両面を持つ。メリットの第一は言うまでもなく、政府が余計なプレミアムを払うことなく国債を買い戻すことができることである。第二に、RAにおける（平均）落札価格と

市場価格の差を制限することができると同時に、積極的な入札参加を促し入札価格を低く抑える効果がある。これは次のような理由による。ディーラーは告示日以降に流通市場で対象銘柄のロング・ポジションを形成する傾向があり、そのポジションを解消するためにはRAでの落札に成功しなければならぬ。一方、政府による裁量権のため、買戻し総額が確定している場合よりRAで対象銘柄を落札できる可能性は小さくなる。したがって、ディーラーはRAに積極的に参加すると同時に、落札するために入札価格を低く抑えることとなる。第三のメリットは、RAを実施することによって、政府が流通市場における大口の買い手となり、対象銘柄、さらには流通市場全体の取引を活発化させる効果である。

一方、デメリットは、意図した買戻しを公表す

ることによって、オペの告示日から実施日にかけて対象銘柄の市場価格が上昇する傾向が生じること、つまり、当該銘柄の利回りから（非）流動性プレミアムが減少することである。これはアナウンスメント効果と呼ばれる。特に、RAは比較的規模の大きい買戻しのために実施されることから、アナウンスメント効果が市場価格に及ぼす影響が大きい。この影響を緩和する方策として、対象銘柄を複数に分散する方法がある。これによって、各銘柄の買戻し額が比較的小額となるため、アナウンスメント効果が各銘柄の価格（または需要）に及ぼす影響を希薄化させることができる。また、複数銘柄を同時にオークションにかけることによって入札参加者を拡大させる（オークションの活性化）と同時に、逆にアナウンスメント効果が複数銘柄に及んで流通市場全体の取引活性化につながる効果を期待

することもできる。

(2) 買入れオペレーション

買入れオペとは、政府またはその代理機関（通常はそのディーリング部門）が流通市場を通じて買戻すオペであり、二つの方式がある。第一の方式は、政府からの買入れオファーに対してブライマリー・ディーラーが入札する方式である。入札という点では前述のRAと同じだが、オペの告示から実施までの時間が通常は数時間と極めて短いことが特徴である。したがって、オペの規模は中規模以下であり、このオペが対象銘柄の流通市場に及ぼす影響（アナウンスメント効果）はRAより小さい。

第二の方式は、ブライマリー・ディーラーまたはブローカーとの相対取引またはインター・ディーラー取引システムへのオファーに基づき買

戻す方式である⁽⁶⁾。具体的には以下のようなプロセスに従う。

① 政府（またはその代理機関）は個別ディーラーと直接連絡を取り、政府による対象銘柄の買入れオファー額（額面総額）に対する売り気配値の提示を要求する。その価格が十分に低いと判断されたときは、当該ディーラーから対象銘柄を買い戻す。

② 当該ディーラーが提示した価格（気配値）が不適切と判断された場合には、他のディーラーに売り気配値を提示させ、対象銘柄の買入目標額が達成されるまで同様のプロセスを繰り返す。

③ 上記のようにディーラーと個別に交渉する代わりに、インター・ディーラー取引システムに対象銘柄の買入れオファーを提示する方法を採る場合もある。この場合、各ディーラーは、同

システムに提示された買い気配値に基づいて、保有する対象銘柄をどれだけ売却するかを決定する。⁽⁷⁾

この方式の特徴として、第一に、前記の入札方式および他の買戻し方法に比べて買戻し額が小額という点がある。したがって、継続的な（小額の）歳入超過があり、政府が機動的に国債の買入れ（売却）を行うことによつてその余剰資金を管理したいと考えている場合には適している。第二に、買戻し額が小額であるという特徴から、一般的には、このオペが市場価格に及ぼす影響はRAより小さいと言える。特に、ディーラーとの相対取引の場合には、ディーラーが提示した価格で買入れが行われるため、アナウンスメント効果が小さい。しかし、オペがインター・ディーラー取引システムを通じて行われた場合には、アナウンスメント効果を生じさせる可能性がある。

四、借換えオペレーション

借換えオペとは、買戻しオペと同様に期限前の国債の買戻しだが、その対価として現金を支払うのではなく、通常は流動性の高いベンチマーク銘柄を発行（リオープン）するオペである。つまり、借換えオペは、市場参加者に、保有する流動性の低い銘柄を流動性の高い銘柄に交換する機会を提供するものであり、したがって政府とオペの参加者との間で現金の授受はない。

借換えオペにも、対象銘柄と発行銘柄の交換比率をどのように決定するかにより、競争入札方式と固定比率方式の二つの形式がある。前者は交換比率を対象銘柄の保有者による入札で決定する形式であり、後者は政府が予め交換比率を決定して対象銘柄の保有者に提示する形式である。多くの

国では、いずれの形式も備えている（前出、図表2）。

両形式とも次のような共通の特徴を有している。第一に、交換比率は、借換えオペアの告示時に依存する対象銘柄（および発行銘柄）の市場価格に依存する。第二に、必ずしも必要な条件ではないが、対象銘柄と類似の満期およびクーポン・レートを有する流動性の高いベンチマーク銘柄を発行銘柄とする。特に、固定比率方式による場合、類似の特性を有する対象銘柄と発行銘柄を組み合せることによって、告示日から借換え期間の末日までに生じる可能性があるスプレッド・リスクをできるだけ小さくすることができる。⁸⁾ 第三に、オペアの成功は、買い持ち型 (buy and hold) 投資家の参加程度および発行銘柄に対する需要に依存する。第四に、類似の満期を有する低流動性銘柄から高流動性銘柄への借換えは、政府の負債構成の

平均残存期間を維持しながらも市場全体の流動性を向上させることに役立つ。

(1) 競争入札方式

競争入札方式では、市場参加者が対象銘柄の希望売却額と同時に、対象銘柄と発行銘柄の交換比率（またはその利回り較差）を入札するまたは対象銘柄の価格（利回り）が固定されている場合には発行銘柄の価格（利回り）を入札する。政府の借換えにとつて有利な交換比率または発行銘柄の価格（利回り）から落札され、その結果として対象銘柄の借換え（買戻し）総額と発行銘柄の発行総額が決まる。

競争入札方式は、対象銘柄の価格（利回り）を基準とした発行銘柄の価格（利回り）に対するオークションとみなすことができる。したがって、対象銘柄の市場価格が入札する交換比率に影響

響を与える。また、通常、政府はその市場価格から判断して極めて不利な交換比率のオフアーを拒否する権限を有している。このため、予定していた対象銘柄の借換え（買戻し）総額および発行銘柄の発行額が達成される保証はなく、その意味で両総額とも不確定である。

(2) 固定比率方式

固定比率方式では、まず政府が対象銘柄と発行銘柄の交換比率ならびに借換え期間（オペの告示日から借換えの決定日までの間）を発表する。この告示に従って、対象銘柄の保有者は、借換え期間内に政府のオフアーを受け入れるか否かを決める。ここで、交換比率は告示時における対象銘柄の市場価格および理論イールド・カーブから導出された理論価格を考慮して設定される。

政府の借換えオフアーに対して対象銘柄の保有

者がどの程度応募するかは、政府が設定する交換比率および借換え期間の長さに依存する。このため、対象銘柄の残高に対する最低（目標）借換え比率が当該借換えオペで達成される保証もなければ、発行銘柄の目標発行額が達成される保証もない。借換え期間がある程度長い場合には、当初借換えを促すであろうと判断されていた交換比率に対して市場が不利に動く（つまり、対象銘柄の価格が上昇する）可能性もある。しかし、通常は、借換え期間の長さに応募総額との間には正の相関関係がある。これは、期間が長いほどディーラーはその顧客に対してオペへの参加を勧誘し、対象銘柄を多く集めることができるためである。

なお、買戻しオペの場合には、RAが大規模向き、買入れオペが小規模向きないし場合によっては中規模向きであったが、借換えオペの場合には

両方式とも大規模または中規模の買戻しに向いている。

五、各オペレーションの効率性とコスト

これまで概説したように、買戻し制度には様々なオペレーションがある。各々に固有の特徴があるが、JJBで Gravelle [1998] と World Bank and IMF [2001] に基づいて各オペの効率性とコストについて整理しておこう(図表3)。

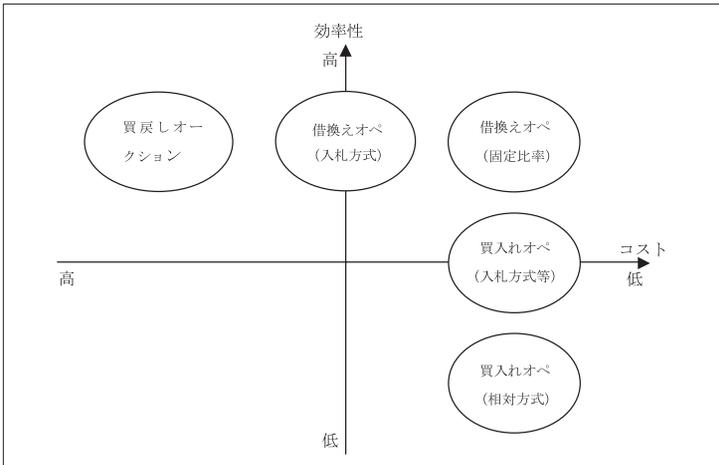
効率性は、オペによって政府債務を整理・統合すると同時に流動性の高いベンチマーク債の供給を維持できる能力によって測られる。したがって、効率性は買戻し規模に比例して高まると考えられる。

前述したように、国債の買戻し規模を基準にす

ると、RAは大規模向き、借換えオペはいずれの方式も大規模または中規模向きである。また、買入れオペは相対方式の場合は小規模向きだが、それ以外の方式では中規模になる場合もある。したがって、効率性の点では、RAと借換えオペが高く、買入れオペは相対的に低い。

一方、コストは、政府が対象銘柄を買い戻すまたは借り換える際に直面する潜在的に不利な価格変動によって測られる。オペの告示は、流通市場において対象銘柄の価格に影響を与えるため、政府が公正価格とどの程度乖離した価格条件で対象銘柄を買い戻すまたは借り換えるかによってコストの大小が決まる。つまり、前述したアナウンスメント効果の大小によってオペのコストは決まるが、このアナウンスメント効果はオペの方式およびオペの告示から実施までの期間によって影響されると考えられる。この観点から判断すると、R

図表3 オペレーションの効率性とコスト



(注) 買入れオペ（入札方式等）には、インター・ディーラー取引システムへの買入れオファー提示を含む。

(出所) Gravelle [1998]、World Bank and IMF [2001] から作成。

Aと競争入札方式の借換えオペは、アナウンスメント効果が直接にオークション（入札）結果に反映されるため、買戻し条件または借換え条件が政府にとって不利となる可能性が最も高く、つまりコストが高くなる。また、入札方式等による買入れオペもアナウンスメント効果が生じる可能性はあるが、上記RA等比べて告示から実施までの時間が短いこと、規模が小さいことなどの理由から、その影響は軽減されよう。一方、相対方式の買入れオペ、固定比率方式の借換えオペではアナウンスメント効果が生じる余地がほとんどないため、市場参加者が市場価格を上回る価格を提示する機会が最も小さく、したがってコストは低い。

ここで、効率性とコストに関連して、政府はオペの実施を決定する際に、実際の市場価格と同時に理論的なイールド・カーブから計算した価格（利回り）を考慮することが重要である。まず、

効率性に関しては、政府は理論イールド・カーブを用いて足切りの価格（利回り）または交換比率を決定することができる。これらの足切り基準と買戻すことができる総額との間には正の相関があると考えられる。つまり、足切り基準を政府にとって有利（投資家にとって不利）に設定するほど、オークションにおいて落札される総額、つまり買戻される国債総額も少なくなるため、効率性が悪くなる。なお、一般的に、足切り価格は理論イールド・カーブから計算された理論価格と同じまたはそれ以下に設定される。しかし、特定の銘柄に対する需要集中などの理由により、当該銘柄の理論価格が必ずしも市場での取引状況から決まる公正価格を正確に表わしていないと判断される場合には、足切り価格の設定にもそれに応じた修正が加えられる。

一方、コストに関しては、政府は理論イールド・

カーブを用いることによって、買戻しオペの告示前にとの銘柄が「割安」または「割高」で取引されているのかを判断し、オペで買戻すべき銘柄の選択について示唆を得ることができる。つまり、理論価格より割安に取引されている銘柄を対象銘柄とすることによって、アナウンスメント効果を軽減することができるのである。

六、まとめ

以上、国債残高管理政策の中心的政策の一つである買戻し制度について概説してきた。買戻し制度に基づくオペの形式には多様なものがあり、適した目的やその効率性、コストは区々である。しかし、ここで説明したことはあくまでも買戻し制度の一般的な概要であり、実際の運用形態は各国でさらに異なる。したがって、例えばアメリカ、

イギリス、わが国における買戻し制度の比較考察は重要であろう。実際に、ここで挙げた三カ国で比べればイギリスの制度が最も整備されており、本稿で述べた形式の買戻しオペと借換えオペがほとんど揃っている。一方、アメリカとわが国では買戻しオークション形式の買戻しオペしか実施されていない。にもかかわらず、その目的や運用形態は両国でかなり異なっている。こうした国別の制度比較は別稿で詳説したい。

(注)

(1) なお、外貨建て国債を発行している国の中には、為替リスクをヘッジするため、金利スワップ取引と共に通貨スワップ取引を導入している国もある。しかし、日本では外貨建て国債を発行していないため、法律上当てられているのは金利スワップ取引のみである。

(2) ○五年一二月九日に開催された第一〇回国債市場特別参加者会合で財務省は次のように説明している。「平成二〇〇〇年度問題解決の目処が立ったと考えられることから、二〇〇〇年度を超える「固定払い・変動受け」と二〇〇〇年度までの

中期の「固定受け・変動払い」を組み合わせた取引を行なう必要性はなくなつたと考えられる。一方、一七年度においては、変動利付である個人向け国債の発行実績が発行予定額を大幅に上回る見込みであり、負債構成における変動利付の割合が高まつたことから、それによる金利変動リスクを適切にコントロールするため、当面、中期の「固定払い・変動受け」の取引を実施する方向で検討している。〇六年度には一・二兆円(想定元本ベース)を上限(〇五年度は三、〇〇〇億円が上限)に金利スワップを実施する予定だが、上述の説明から、むしろケースⅡに基づく実施が中心になると考えられる。

(3) 買戻し制度を採用している主要国において、買い戻す対象は主に中期国債であるため、以下では「政府証券」ではなく「国債」という用語を用いる。

(4) 本節の議論は、World Bank and IMF [2001]、GAO [2001]、DMO [2003、2004]、Gravelle [1998] に基づく。ただし、オペの目的がデュレーションを一定に保つことにあるのならば、対象銘柄と発行銘柄の満期を正確に一致させる必要はない。満期を所与としたときクーポン・レートが高いほどデュレーションは低下するため、例えば買戻し資金を調達するために五年債を発行する一方で残存期間が五年以上の国債を買い戻すことは可能である。

(6) Gravelle [1998] は「この方式を買い入れタッグ (Reverse

国債残高管理政策としての買戻し制度

- (Tap)と呼んでいるが、イギリスで実施されている買入れ
タッピングおよびスイッチ・タッピング (Switch Taps) はいずれ
も相対ではなく入札方式である。
- (7) なお、政府が提示する買戻し配値は、対象銘柄の市場価
格および理論イールド・カーブから導出される理論価格を
考慮して決定すると思われる。
- (8) スプレッド・リスクとは、告示日から借換え期間の末日
までに生じるイールド・スプレッドの変化によって政府ま
たは投資家が被るリスクを言う。

(参考文献)

財務省 [二〇〇五] 『日本国債ガイドブック二〇〇五』

Gravell, T. [1998] "Buying Back Government Bonds: Mechanisms and Other Considerations," *Working Paper*, 98-9, Bank of Canada.

UK Debt Management Office (DMO) [2003] *Report of Bond Exchanges and Debt Buy-backs: A Survey of Practice by EC Debt Managers*.

DMO [2004] *Official Operations in the Gilt-edged Market: Operational Notice by the UK Debt Management Office*.

US General Accounting Office (GAO) [2001] "Debt Management: Insight and Tools from Selected Nations," *Report to Congressional Requesters*, GAO-02-14.

World Bank and International Monetary Fund (IMF)
[2001] *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Washington D. C.: World Bank, International Monetary Fund.

(著者) ときひろ・当研究所主任研究員