

買戻し制度の日米英比較

須藤 時 仁

二〇〇六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）は約六八六兆円、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よう。

こうした問題意識から拙稿（須藤「二〇〇六b」）では、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、その枠組みを概説した。本稿では、より具体的に「英米では買戻し制度をどのように活用しているか」という問題意識に基づき、イギリス、アメリカ、日本における買戻し制度を比較考察する。

一、充実したイギリスの制度

イギリスでは、須藤「二〇〇六b」で概説した形式の買戻しオペと借換えオペが概ね揃っており、後述するアメリカ、日本に比べ買戻し制度が最も整備されている（図表1、2…なお本稿ではすべての図表を本論末に掲載している）。中でも、主要なオペは借換えオフアー、スイッチ・オークション（以下、SA）、買戻しオークション（同

RA）であり、以下ではDMO「一九九八a・b、一九九九a・b、二〇〇〇a・b、二〇〇四」に基づきこれらのシステムについて図表1を補足する形で説明する。

(1) 目的と対象銘柄および発行銘柄の条件

イギリスにおける買戻し制度の目的は、三つのオペに共通の目的と、オペに固有の目的とに分けられる。共通の目的は、財政状況が改善し国債の発行額が減少する環境下で、ベンチマーク銘柄の発行規模を維持し、市場流動性の維持・向上を図ることである。RAの目的には低流動性銘柄の買入消却が掲げられているが、これには実質的に市場流動性の維持・向上も含意されている。

オペに固有の目的として、まず借換えオフアーにはイールド・カーブに跨る流動性の集約がある。これは、高クーポンで小規模な銘柄を、同様

の満期を有するカレント・クーポンの銘柄に借り換えることによって、カレント・クーポン銘柄の流動性を向上させると同時に、利払いコストの削減を図ることである。S Aには、主として償還の平準化の目的が割り当てられている。なお、イギリスでは後述する理由によりS Aを借換えオファアの補完的オベと位置づけている。また、借換えオファアとS Aに共通の目的として、ストリップス適格債の規模および総ギルト債残高に占める割合の拡大があるが、これは九七年一二月に導入されたストリップス債制度を普及させるためである。

対象銘柄の条件についても、すべてのオベに共通の条件と各オベに固有の条件に分けることができる。まず、すべてのオベに共通な第一の条件として「ストリップス適格なベンチマーク銘柄ではないこと」がある。借換えオファアではこの条件

が明記されていないが、借換えオファアの補完的制度に位置づけられているS Aには明記されているほか、借換えオファアの目的からも明らかである。なお、将来的にストリップス不適格銘柄が減少した場合には、ストリップス適格銘柄を対象銘柄にすることができる。

第二の共通条件は「先物契約の受渡適格（最割安）銘柄ではない、またはその可能性がないこと」である。ただし、受渡適格銘柄であっても、未決済の建玉がない場合には対象銘柄とすることができる。また、借換えオファアについては、公認先物取引所が特定の契約に対する受渡適格銘柄の公式リストを公表した日から受渡期間の最終日までの間は、いかなる適格銘柄に対してもオベを実施しない。

オベに固有の条件として対象銘柄の満期と残高規模があるが、総じて、R Aより借換えオファア

とSAにおいて制約が厳しい。まず、対象銘柄の満期について、借換えオファーでは残存期間が五年を超えることが条件となる。この条件は、借換えオファーの目的が、特に五年、一〇年および長期（二〇年ないし三〇年）のベンチマーク銘柄の高流動性を維持することなどからの要請である。

一方、SAの場合には残存期間について数値基準の制約はない。ただし、対象銘柄と発行銘柄が共に同じ満期帯に含まれることが条件となっている。ここで、満期帯は（超）短期：〇―七年、中期：五―十五年、長期：一四年以上と定義されている。

残高規模について、借換えオファーでは、額面ベースでの発行残高が五五億ポンド未満であることが条件となる。債務管理庁（DMO）は、このオペによって対象銘柄を「ランプ（rump）銘柄」とすることを暗に想定している^②。したがっ

て、残高が多い銘柄は保有者が多様であり、ランプ銘柄となるまで多量に当該銘柄を買戻すことは容易ではないため、対象銘柄の残高を制限している。つまり、DMOは対象銘柄を買入消却するためにこのオペを実施しているのである。さらに、後述するようにSAによる買戻し総額が額面ベースで五〇億ポンド（インデックス債の場合には二・五〇七・五億ポンド）であることを考えると、買戻し総額五五億ポンド未満まで設定できる借換えオファーは大規模な買戻しのために実施されることを含意している。

一方、SAは、借換えオファーとは逆に、残高の大きい銘柄を対象銘柄とする。具体的には、オペ後の発行残高（額面ベース）が四五億ポンド超となることが条件である。これは、残高が大きく借換えオファーの対象にならない銘柄を買戻すための手段としてSAを用いることによって、借

換えオファーを補完するためである。

借換えオファーとSAでは対象銘柄の買戻し対価として発行銘柄が発行される。SAでは発行銘柄について三つの条件が明記されている。このうち、重要な条件は、当該銘柄が既に発行されていることである。つまり、オペを新規銘柄の発行のために用いることはできない。これは、対象銘柄を保有していない者がオペに参加できないためである。また、借換えオファーについては、発行銘柄の条件が特段明記されていないが、新規発行銘柄ではないこと、先物契約の受渡適格銘柄も可能という条件はSAと同様であろう。なお、SAと借換えオファーの結果として発行される発行銘柄の額は不確定なため、発行銘柄は決済日まで発行されない。したがって、発行銘柄について通常の発行日前(WI)取引はない。

(2) フォーマット

図表1には、オペのフォーマットとして「告示」から「決済」まで五項目について整理しているが、ここでは告示、対象者、入札形式について各オペのフォーマットを比較する。

① 告示

借換えオファーを行う時期は不定であるが、借換えオファーの告示から借換え実施日(オファーの締切日)まで三週間の期間を設ける。

告示では対象銘柄、発行銘柄、固定価格条件、タイムテーブル、受入れの決定方法などが発表される。固定価格条件とは、対象銘柄を発行銘柄に借り換えるときの交換価格条件であり、DMOが独自のイールド・カーブモデルを用いて、交換比率を算出し決定する。ただし、DMOは対象銘柄および発行銘柄の市場における取引状況、つまり理論価格に対して割安に取引されているのか割高

に取引されているのかということを考えて、その比率を調整する。なお、この比率は借換え実施日までの経過利子を考慮したダーティ・プライス・レシオとして計算され、さらに各銘柄のダーティ・プライスは借換え実施日までのキャッシュ・フローを告示日のフォワード・レートのイールド・カーブを用いて割り引くことによつて評価する。

告示日に固定価格条件を発表することによつて、告示日から借換え実施日までの三週間、DMOは市場の変化による価格リスクに晒される。このリスクを抑えるためには、対象銘柄と発行銘柄のデュレーション・ギャップを最小にする方法、対象銘柄の数を制限する方法の二つが考えられる。しかし、対象銘柄と発行銘柄のクーポン・レートが異なる場合もあるため、前者の方法は両銘柄の満期差の拡大を伴い、これはオフアー対象

者のキャッシュ・フロー管理をかく乱することになる。したがつて、対象銘柄と発行銘柄の選択にはデュレーション・ギャップと満期ギャップのトレード・オフも考慮するが、少なくとも後者の条件を満たすよう、つまりオペにおける対象銘柄の数を減らすよう、固定価格条件が競合するようなオフアーや、同じ満期常の売出しオークションに重なるようなオフアーは予定しない。また、借換えオフアーの場合、SAやRAと異なりオペの規模についての規定はなく、対象銘柄の額面残高がオフアーの上限となる。

SAとRAの場合も時期は不定だが、通常の売出しオークションと同様に年間ベース(SAのみ)、四半期ベース、週次ベースでの予定公表または詳細告示がある。

オペの頻度について特段の規定はないが、SAの場合には適度な間隔に加え、ギルト債の粗発行

規模（要調達額のレベル）、借換えオファアの可能性、オペの目的に適した対象銘柄の利用可能性が考慮される。なお、必要があれば、特定期間に亘つて一銘柄に対するSAを複数回実施することもありうる。

一方、RAでも年間に実施するオークションの回数について特別な規定はない。RAを導入する際の諮問文書で、オークションのサイズ×回数について、大規模（五〜一〇億ポンド）×少数回、小規模（二・五〜五億ポンド）×多数回のいずれがよいか諮問したところ、オークションに参加者の注意を促しやすい、投資家に大規模取引を可能にするなどの理由から、前者が採択された（DMO [二〇〇〇a・b]）。ただし、規模が大きいと買戻し側(DMO)に著しく不利な価格が入札される可能性が高くなるが、この点に関しては不利な入札を拒絶する裁量権がDMOに与えられている。

一回のオークション規模は、SAでは対象銘柄の額面ベースで五〜二〇億ポンド（インデックス債の場合二・五〜七・五億ポンド）、RAでは支払額ベースで五〜一〇億ポンドである。なお、RAの場合、一回のオークションで複数の銘柄を対象とし、告示されるオペの規模はすべての対象銘柄に対する最大買戻し予定総額である。複数銘柄を対象とすることによって、一回のオークションに広範囲の保有者を参加させることができる、入札価格が買戻し側(DMO)に不利になること（不当に高い価格が入札されること）を防ぐというメリットがある。ただし、対象銘柄が多い場合にはそれらをいくつかのサブセットに分割し、各サブセットを買戻し対象としたRAを順次実施していく。

② 対象者

借換えオファアでは対象銘柄を保有するすべて

の者がオファーの対象者となる。一方、SAとRAでは、ギルト債のマーケット・メーカー（GEMM）のみがオークションに参加することができ、GEMM以外の対象銘柄保有者はGEMMを通じて応募する。

③ 入札形式…SAとRA

SAとRAにおける入札形式はいずれも売出しオークションとほぼ同様である。つまり、入札は価格競争入札・コンベンショナル方式（インデックス値のSAでは価格競争入札・ダッチ方式）で行われる。また、入札価格に上限または下限は設けず、非競争入札はない。したがって、入札のプロセス等は両オークションでほぼ共通だが、以下に各々の特徴について説明する。

SAの場合、対象銘柄のクリーン・プライスをDMOが市場情報などに基づいて決定し、応募者は対象銘柄の応募金額（額面ベース）と発

行銘柄のクリーン・プライスを入札する。この入札に関してDMOは次のような権限を有している。

- ・発行銘柄に対する入札価格が市場での公正価格に比べて不当に低いと判断した場合には、入札の全部または一部を拒否することができる。その場合には、事前に発表していた対象銘柄の借換え予定額が達成できない結果として、発行銘柄の発行が減少することになる。

- ・個々の応募者に対する割当額を決める場合もある。さらに、落札額および／または割当額に関する上限（割当額の場合には二五％または四〇％）を決めることができる。ただし、上限の決定については、オークションの前週の火曜日午後三時三〇分の告示で詳細を発表する。

一方、RAでは、DMOが入札価格を利回りに

変換し、その利回りからDMOのイールド・カーブモデルに基づいて計算された理論利回りを差し引き、その差が高い順に落札していくことが特徴である。特定の銘柄または応募者に対する買戻しについて割当て上限はない。つまり、特定の銘柄に対する入札のみまたは／および特定の応募者からの入札のみを受け入れることもできる。なお、RAにより対象銘柄がランプ銘柄になった場合、その他小額買入れオペ(図表2)の「ランプ銘柄およびその他特定のギルト債の買入れ」に記したように、DMOは前回のRAの平均価格に相当する価格で当該銘柄の買入れを申し出ることができる。また、DMOはSAと同様に、入札価格が不当に高いと判断した場合には、告示した銘柄の一部または全部の買戻しを取り止める裁量権を有している。

二、アメリカの制度

アメリカでは、一九九七年(年度ベースでは九八年年度)からの財政黒字に伴う国債発行額およびその残高の減少に伴う市場の流動性と効率性の低下を回避するため、買戻し制度を二〇〇〇年一月に導入し、三月からオペレーションを開始した³⁾。同制度の枠組みは連邦レギュレーション・コード(以下、コード)に定められているが、オークション形式の買戻しオペしがなく、借換えオペは導入していない(図表3)。なお、制度導入の背景に財政黒字による国債の要発行額低下があったことから、財政状況が悪化した〇三年度以降(厳密には〇二年四月を最後に)このオペは実施されていない。

オペの主目的は、導入の経緯から市場流動性の

向上と債務（国債）の満期構成の管理にある。アメリカの特徴は、税収増により一時的な余剰資金が生じたときにその資金で国債を買い戻すことにより、余剰資金を管理すること、つまり機動的な債務削減を主目的の一つに掲げていることである。政府は、状況に応じてオフ・ザ・ラン銘柄を買い戻し、それを低利回り（クーポン・レート）のオン・ザ・ラン銘柄に借り換えることによって、利払いコストを削減するためにオペを実施することもあるが、これはオペの主目的ではないとしている。

オペの対象銘柄に関して、イギリスのように細かい条件はコードに定められていない。オペの告示に定められた満期帯に属す財務省証券（適格証券）が対象であり、具体的な銘柄名も告示で発表される。

オペはオークション形式で行われるが、その実

施時期はイギリスと同様不定期である。これまでは財政余剰時にのみ実施されている。オペが実施される場合は、四半期ベースで公表される *Quarterly Refunding Statement* でオペの実施、その予定額などが予告される。オペの実施要綱はコードに定められているが、詳細はオペの前日に発表される告示で特定される。具体的には、オペの実施日と決済日、最大買戻し総額（額面ベース）、適格証券の銘柄と属性などが発表される。ただし、告示とコードとで異なる部分がある場合には告示が適用される。

オペに参加できる者は、通常の売出しオークションの場合と同様、ニューヨーク連銀（NY連銀）の指定を受けたプライマリー・ディーラー（以下、PD）のみであり、PD以外の対象銘柄の保有者はPDを通じて応募する。入札にはNY連銀の電子システムが用いられ、NY連銀を通じ

て財務省に提出される。

入札形式は、通常の売出しオークションと同様、価格競争入札だが、売出しオークションがダッチ方式で行われるのに対して、オペではコンベンショナル方式で行われる。これは、ダッチ方式によると買い戻すコストが嵩むためであろう。

また、特定の応募者について、各適格証券に対して入札できる価格の数に制限はなく、応募する適格証券の数に制限もない⁴⁾。

オペを実施するに当たり、イギリスと同様に米財務省には以下のような裁量権が与えられている。

- ・ オペにおいて提出された応募もしくは入札の受入れ（落札）または拒否
- ・ 告示で予告された最大買戻し総額に満たない買戻しの決定
- ・ コードに関する追加、変更または削除

・ オペの条件変更

一方、イギリスと異なり、オペはNY連銀を通じて実施されるため、NY連銀は次のような役割を負う。

- ・ 入札の受入れとレビュー
- ・ オペの結果の計算
- ・ オペの結果通知の発行
- ・ 決済における証券受渡しの受入れ
- ・ 決済において受渡しが行われた証券に対する財務省の支払い

なお、RAで落札された証券の受渡しが適切に履行できない場合には、予定していた決済金額の1%を上限とする損害賠償を支払うよう要求される。さらに、コードの違反者に対しては将来のRAおよび通常の売出しオークションへの参加停止を含め、財務省は適切な処置を講じ、さらに適切な規制機関に訴える場合もある。

三、制約の多かった日本の制度

日本で行われているオペはオークション形式の買入消却のみである（図表3）。従来から国債整理基金による既発国債の期限前買入消却制度はあったが、〇二年六月に国債証券買入銷（消）却法が改正されて、制度の柔軟な運用が可能となった。しかし、〇五年までのオペは〇八年度に集中している普通国債償還の平準化（〇八年度問題への対応）という限られた目的のためにのみ実施されており、したがって対象銘柄も同年度中に償還を迎える一〇年・二〇〇年固定利付債（一二銘柄）のみとなっていた。

オペについては、年末の国債発行計画において次年度の買入消却予定額が公表されるほか、英米と異なり原則として毎月行われている。オペに

は、英米と同様プリマリー・ディーラー（国債市場特別参加者）のみが参加することができる。ただし、買入消却の対象者として財政融資資金と日本銀行があるが、これらの機関からは直接に買入れる（または借換債との交換（乗換）によって対象銘柄を買い入れる）。

入札形式は、通常の売出しオークションと異なり、競争利回較差入札・コンベンショナル方式で行われる。競争利回較差入札とは、財務省が国債の銘柄毎に定める基準利回り（前日の日本証券業協会公表の公社債店頭売買参考統計値）をベースとして、「希望利回較差」（利回較差の刻み幅は〇・〇〇一％）を提示する入札形式であり、日本銀行が金融政策としての国債買入れオペを行う際に用いている方式である。なお、入札オペはアメリカと同様、中央銀行のシステム（日銀ネット）を通じて提出される。

上述したように、○五年まで、日本の買戻し制度は英米に比べて限られた目的のためにのみ運用されてきた。しかし、財務省は○六年からこの制度の運用目的を弾力化する方向で改善しており、その内容および評価については次節で詳述する。

四、日本における新たな展開—— 結びにかえて

○五年一二月までの買戻し制度と○六年一月から○七年三月までのそれを比較・整理すると図表4のようになる。従来の買入消却は、前述のようにその目的が限定されていたが、○六年一月からその目的が拡張された。その第一は、財政融資特別会計（財融特会）からの臨時的・一時的な繰り入れを原資とする国債残高の圧縮であり、これには○八年度問題への対応も含まれる。財融特会か

らの繰入れは約一二兆円に上り、これを原資に○六年度中に財政融資資金と日本銀行から各々約五・五兆円ずつ買入れ、残る一兆円は市中から買入れる計画である。

第二の目的として、政府は○五年度における個人向け国債の発行実績が予定を上回ったこと、第Ⅱ非価格競争入札の発行額を当初計画で見込んでいなかったことに伴う前倒し債の発行残高の抑制（○五年度のネット発行額の調整）を挙げている。政府はこの目的に対して、「そもそも市場との関係である程度のロットを安定的に発行するという観点からあえて行うという面もある」（第八回国債市場特別参加者会合（○五年一〇月一九日）議事要旨）と説明していることから、この目的が意図することはオフ・ザ・ラン銘柄の買入消却によるオン・ザ・ラン銘柄の発行増加、つまり市場流動性の向上にあると推測される。

次に、市中からの買入実施（予定）額（支払額ベース）はこれまで毎月五〇〇億円前後だったが、〇六年一月から三月までは同一、〇〇〇億円程度、〇六年度中は同一、五〇〇億円程度に増額される。この結果、〇六年一月から〇七年三月までの合計で約二・一兆円の国債が買入れられる予定だが、前述したようにこのうちの約一兆円が「国債残高の圧縮」目的に、約一・一兆円が「市場流動性の向上（ネット発行額の調整）」目的に当てられることとなる。

こうした目的の拡張と買入実施（予定）額の増額に伴い対象銘柄も拡張される。財融特会からの繰入れを原資とする財融資金と日銀からの買入れ対象は、〇八年度問題を考慮して、〇六年度から〇八年度までに償還される国債に限定されるようだが、市中からの買入れ対象は個人向け国債を除くすべての利付国債に拡張される。ただし、市中

からの買入れ対象について、三〇年利付国債、一五年変動利付国債および一〇年物価連動国債については、システム面の準備が整い次第、買入れの対象とする。また、買入札の都度、流動性等を勘案の上、いくつかの銘柄を除いてオフアール⁽⁵⁾をすることがあるとしている。

以上が、現在政府（財務省）が明らかにしている新しい買戻し制度の概要であり、〇六年一月以降のオペ実施状況を図表5に示した。確かに、四月以降、買戻し銘柄の幅は拡大している。しかし、財務省の説明では、この制度をそのまま〇七年四月以降も継続するか否かは未定としている。

政府はこれまで国債市場特別参加者会合、国の債務管理の在り方に関する懇談会、国債投資家懇談会での意見交換を通じて買戻し制度の積極的な活用方法を検討してきており、こうした検討を積み重ね、英米と遜色のない制度を整備していくこと

は重要な課題である。しかし、ここで忘れてならないことは、買戻し制度を活用する大前提として財政余剰が生み出せるようにしなければならないということだ。現状では、財政事情は好転しているもののまだその段階ではない。つまり、大量の国債を発行せざるを得ない現状では、買戻し制度以外に債務負担を軽減する方法を模索する必要がある。この点では、例えば、須藤 [二〇〇六a] が主張しているように、非市場性の年金国債を発行するなど商品面から工夫する余地もあろう。

(参考文献)

須藤時仁 [二〇〇六a] 「国債残高管理政策としての年金国債導入」、『月刊 資本市場』No.245、資本市場研究会、四一—六二頁。
 須藤時仁 [二〇〇六b] 「国債残高管理政策としての買戻し制度」、『証券レビュー』第四六巻第一号、日本証券経済研究所、七六—九三頁。
 UK Debt Management Office (DMO) [1998a] *Gilt-edged*

Stock Conversion Offers: Rationale and Methodology.

DMO [1998b] *Press Notice* (16, November, 1998).

DMO [1999a] *Gilt-edged Stock Switch Auctions: Proposals for Consultation.*

DMO [1999b] *Response to DMO Consultation Document on Switch Auctions and 'Cash-plus' Conversion Offers* (Revised on 28 November 2000).

DMO [2000a] *Reverse Auctions: Proposals for Consultation.*

DMO [2000b] *Response to DMO Consultation Document on Reverse Auctions* (Modified on July 2003).

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

US General Accounting Office (GAO) [1999] "Federal Debt: Debt Management in a Period of Budget Surplus," *Report to Congressional Requesters*, GAO/AIMD-99-270.

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

(注)

(1) 借換えオペレーターは借換えオペレーション・RA

買戻し制度の日米英比較

- は買戻しオペレーションに分類される。さらに借換えオペのうち、借換えオファーは財政当局が対象銘柄と発行銘柄の借換え条件を予め決定してオファーするのに対し、SAはその借換え条件が入札によって決定される点で異なる。
- (2) ランプ銘柄とは、額面残高が七・五億ポンド以下で流動性が極めて低い銘柄である。この銘柄に関して、メーカー・ト・メーカーは双方向の値付け義務が免除されている。
- (3) 八四年一〇月以前、米財務省は満期の五年前（または早期償還の四カ月前に通告すれば、通告後の利払い日）に早期償還プレミアムを払うことなしに、財務省が償還の選択権を有する年限二〇年超の期限前償還条項付国債を発行していた（GAO「一九九九、二〇〇一」。二〇〇〇年八月から、この国債を買戻しプログラムの対象証券に加えている）。
- (4) 非価格競争入札についてコードに記載はないが、実施されていないようである。
- (5) 政府は、第一〇回国債市場特別参加者会合（〇五年二月九日）において、対象銘柄から除く基準を次のように説明している。①発行量の相当部分が日銀・財融等の保有となっており、市中流通玉が極端に少なくなっている銘柄、②現に流動性供給入札による追加発行の対象となっている銘柄、③入札を行なった結果、落札される銘柄に偏りが生じ、債務管理上これ以上買い入れることが適当でないと認められる銘柄等が出た場合、それ以降の入札について対象銘柄から外してはどうかと考えている」。なお、入札の実施に当たり、落札額の上限を設けることについては今後の検討事項としている。

（すどう　ときひと・当研究所主任研究員）

図表 1 イギリスにおける主要な買戻しオペレーションの概要

	借換えオペレーター (Conversions)	スイッチ・オークション (Switch Auctions)	買戻しオークション (Reverse Auctions)
DMO による開始時期	1998年7月	1999年10月	2000年7月
【目的】	<ul style="list-style-type: none"> ・ベンチャーワーク債の発行規模の維持 (市場流動性の維持・向上) ・ストリップナス適格債の規模および残高に占める割合の拡大 ・イールド・カーブに跨る流動性の集約 	<ul style="list-style-type: none"> ・借換えオペレーターの補充的オペ ・ベンチャーワーク債の発行規模の維持 ・ストリップナス適格債の規模および残高に占める割合の拡大 ・償還の平準化 	<ul style="list-style-type: none"> ・低流動性銘柄の買入消却 —財政状況が改善し国債の要発行額が減少する環境下では、買入消却を通じてベンチャーワーク債の発行規模を維持する。
【対象銘柄、発行銘柄の条件】			
1) 対象銘柄	<ul style="list-style-type: none"> i) 残存期間が約5年以上 ii) 発行残高 (額面ベース) が55億ポンド未満 iii) 先物契約の受渡適格 (最割安) 銘柄ではない 	<ul style="list-style-type: none"> i) 残高が大きく、借換えオペレーターの対象外オペ後の発行残高 (額面ベース) が45億ポンド超。 ii) 対象銘柄、発行銘柄とも同じ満期帯に含まれる iii) 先物契約の受渡適格 (最割安) 銘柄ではない iv) 売出しオークションが過去18か月以内に実施されていない v) ストリップナス適格ではない銘柄が優先 	<ul style="list-style-type: none"> i) ストリップナス適格なベンチャーワーク債ではない ii) 先物契約の受渡適格 (最割安) 銘柄ではない iii) 複数の対象銘柄に対してオペを行う場合には、それらの銘柄のデュレーションおよび満期が類似している iv) 先物ベースネット (に含まれるギルト債) より満期が長い銘柄は対象としない —iv) とv) の条件は絶対的なものではない。
2) 発行銘柄	<ul style="list-style-type: none"> ・特段の規定なし 	<ul style="list-style-type: none"> i) 新規発行銘柄ではない ii) 先物契約の受渡適格銘柄であるまたはその合理的可能性があってもよい iii) スイッチ・オークションより21日以前に売出しオークションが行なわれていない —四半期毎のオークション予定に、スイッチ・オークションと売出しオークションが公表されている場合には可能である。 	<ul style="list-style-type: none"> —

調達し制度の日本英比較

【フューチャート】			
1) 告示	<ul style="list-style-type: none"> ・時期は不定 ・任意の2つの借換えオプターにおいて、固定価格条件が同時に競合するようなオプター、および同じ満期帯の売出しオプターに重なるようなオプターは予定しない。過去の詳細は借換え実施日の3週間前に公表される ・発表事項：対象銘柄、発行銘柄、固定価格条件、タイムテーブル、受入れの決定方法など 	<ul style="list-style-type: none"> ・時期は不定だが、他の2つより確定的 ・発表事項 — 四半期ベース：オペの可能性と規模。 — 四半期ベース：オペの実施日および決済日、対象・発行銘柄。 — 週次ベース：対象銘柄の実際の最大借換え可能額（額面ベース）、その他オプターの詳細、決済日、割当の上限を設けるかなど。 ・サイズは対象銘柄の5～20億ポンド（額面ベース） 	<ul style="list-style-type: none"> ・時期は不定 ・発表事項 — 四半期ベース：オプターの日時、対象銘柄。 — 週次ベース：予定している全対象銘柄の最大買戻し総額、買戻した銘柄の消却日。 ・サイズは買戻し総額として発表され、5～10億ポンド（支払額ベース）。
2) 対象者	<ul style="list-style-type: none"> ・対象銘柄を保有する全てのオペ市場等に対象銘柄を貸し出している者もオプターの対象者。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ギルト債マーケット・メーカー (GEMM) — GEMM以外に対象銘柄保有者は GEMMを通じて応募。 	<ul style="list-style-type: none"> ・スイッチ・オプターと同じ
3) 入札形式	<p>—</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・発行銘柄に対する価格競争入札：コンベンショナル方式 — 最低入札価格は設けない。 — 非競争入札は設けない。 ・決定のプロセス：発行銘柄の入札価格の高い順に落札 	<ul style="list-style-type: none"> ・対象銘柄に対する価格競争入札：コンベンショナル方式 — 1回のオプターでは複数の銘柄が対象。 — 入札価格に上限は設けない。 — 非競争入札は設けない ・決定のプロセス：入札価格を利回りに変換して当該銘柄の理論利回りを差し引いた差が最も高い入札から順に買戻し（割当）を決定
4) 結果発表	<ul style="list-style-type: none"> ・借換え実施後の最初の営業日の午前8時30分（通常） 	<ul style="list-style-type: none"> ・オプター当日の午前11時10分まで（締切時間から40分以内） 	<ul style="list-style-type: none"> ・スイッチ・オプターと同じ
5) 決済	<ul style="list-style-type: none"> ・決済日は借換え日から7営業日後（対象銘柄のクーポン支払日に当たたる場合）と、対象銘柄を保有する個人投資家の数に応じて1～3営業日後（クーポン支払日に当たらない場合）の2通りがある ・借り換えられた対象銘柄は、発行銘柄の発行と同時に消却 	<ul style="list-style-type: none"> ・オプターの翌営業日 — 同日に発行銘柄も発行される。 ・借り換えられた対象銘柄は、発行銘柄の発行と同時に消却 	<ul style="list-style-type: none"> ・オプターの翌営業日 — 買い戻された銘柄は通常、決済と同時に消却。

(注) スイッチ・オプターにおいてインテックス債を用いる場合は、対象銘柄・発行銘柄の条件、オプターのサイズ、入札形式等が異なる。
 (出所) DMO [1998a・b、1999 a・b、2000 a・b、2004] から作成。

図表 2 イギリスにおける小額オペレーション

【目的】	買入れタップ (Reverse Taps)	スイッチ・タップ (Switch Taps)	その他の小額買入れオペ
<ul style="list-style-type: none"> 市場の管理手段 特定の銘柄またはセクターに対する一時的な需要不足(つまり価格の低下)といった異常な状況が生じたときのみ実施される。 	<ul style="list-style-type: none"> 市場の管理手段 特定のギルト債(銘柄)に対する需要が強い状況下で例外的な市場管理手段としてのみ用いられる。発行銘柄の大規模発行には用いられない。 	<ul style="list-style-type: none"> 市場の管理手段 特定のギルト債(銘柄)に対する需要が強い状況下で例外的な市場管理手段としてのみ用いられる。発行銘柄の大規模発行には用いられない。 	<p>【ラップ銘柄およびその他特定のギルト債の買入れ】</p> <p>DMOは、残高が少なすぎで双方向のマーケット・メイクが合理的に行えない(例えば、借換えオペレーターに伴いラップ銘柄となった場合)と判断される国債に対して、GEMMの求めに応じて、DMOが特定した銘柄での入札を受け入れる用意がある。DMOはそのような銘柄を逐次公表している。</p>
<p>【対象銘柄、発行銘柄の条件】</p>	<p>1) 対象銘柄</p> <ul style="list-style-type: none"> 特段の規定はないが、オペの目的から考えて、一時的に市場で強い需要不足に陥った銘柄が対象となる。 	<p>• スイッチ・オペレーションと同じ</p> <p>— イソテックス債の場合には満期帯に関する条件は適用しない。</p>	<p>【期近債の取引】</p> <p>償還に伴うキャッシュフローを平準化するために、DMOは残存期間が6カ月未満のいかなるギルト債(最後のクーポン支払いのみを残している銘柄)に対して、GEMMの求めに応じて、DMOが特定した銘柄での入札を受け入れる用意がある。この段階では、それらの国債は短期金融商品であるため、価格入札は、要求時点でのDMOの資金管理ポリシーによって決定される。2003年8月、DMOはGEMM協会(GEMMA)の同意により、ギルト債のインター・デイラー・ブローカーの公認ギルト債マーケット・カウンセラーとなり、期近債のみの取引を行うときに、匿名(性)を保持できるようになった。</p>
<p>2) 発行銘柄</p> <p>【オペラセット】</p>	<ul style="list-style-type: none"> 時期は不定 オペの1時間以上前に告示する。 発表事項：対象銘柄、最大買戻し総額(支払額ベース)、入札時刻 対象銘柄の数は単一の場合もあれば、複数銘柄のバツケージ(普通ギルト債とインデックス債の混合も可)の場合もある。 DMOはその裁量で個々の応募者から受け入れるオペレーターに上限を設けることができる。 サイズ(支払額ベース)： <ul style="list-style-type: none"> — 価格上限を設けることもある。 • サイズ(支払額ベース)： <ul style="list-style-type: none"> — 1回のオペレーションに付き個別銘柄ベースで0.5～5億ポンド、買戻し総額で上限5億ポンド。 	<ul style="list-style-type: none"> 時期は不定 オペを実施する前営業日の午後3時30分に告示する。 発表事項：対象銘柄、発行銘柄、対象銘柄の実際の最大借換え可能額(額面ベース) — DMOはその裁量で個々の応募者から受け入れるオペレーターに上限を設けることができる。 サイズ(額面ベース)： <ul style="list-style-type: none"> — 普通ギルト債の場合は、対象銘柄の5億ポンド以下。 — イソテックス債の場合は、対象銘柄の2.5億ポンド以下。 	<p>【期近債の取引】</p> <p>償還に伴うキャッシュフローを平準化するために、DMOは残存期間が6カ月未満のいかなるギルト債(最後のクーポン支払いのみを残している銘柄)に対して、GEMMの求めに応じて、DMOが特定した銘柄での入札を受け入れる用意がある。この段階では、それらの国債は短期金融商品であるため、価格入札は、要求時点でのDMOの資金管理ポリシーによって決定される。2003年8月、DMOはGEMM協会(GEMMA)の同意により、ギルト債のインター・デイラー・ブローカーの公認ギルト債マーケット・カウンセラーとなり、期近債のみの取引を行うときに、匿名(性)を保持できるようになった。</p>
<p>1) オペレーターまたはオペレーションの公表</p>	<ul style="list-style-type: none"> 時期は不定 オペの1時間以上前に告示する。 発表事項：対象銘柄、最大買戻し総額(支払額ベース)、入札時刻 対象銘柄の数は単一の場合もあれば、複数銘柄のバツケージ(普通ギルト債とインデックス債の混合も可)の場合もある。 DMOはその裁量で個々の応募者から受け入れるオペレーターに上限を設けることができる。 サイズ(支払額ベース)： <ul style="list-style-type: none"> — 価格上限を設けることもある。 • サイズ(支払額ベース)： <ul style="list-style-type: none"> — 1回のオペレーションに付き個別銘柄ベースで0.5～5億ポンド、買戻し総額で上限5億ポンド。 	<ul style="list-style-type: none"> 時期は不定 オペを実施する前営業日の午後3時30分に告示する。 発表事項：対象銘柄、発行銘柄、対象銘柄の実際の最大借換え可能額(額面ベース) — DMOはその裁量で個々の応募者から受け入れるオペレーターに上限を設けることができる。 サイズ(額面ベース)： <ul style="list-style-type: none"> — 普通ギルト債の場合は、対象銘柄の5億ポンド以下。 — イソテックス債の場合は、対象銘柄の2.5億ポンド以下。 	<p>【期近債の取引】</p> <p>償還に伴うキャッシュフローを平準化するために、DMOは残存期間が6カ月未満のいかなるギルト債(最後のクーポン支払いのみを残している銘柄)に対して、GEMMの求めに応じて、DMOが特定した銘柄での入札を受け入れる用意がある。この段階では、それらの国債は短期金融商品であるため、価格入札は、要求時点でのDMOの資金管理ポリシーによって決定される。2003年8月、DMOはGEMM協会(GEMMA)の同意により、ギルト債のインター・デイラー・ブローカーの公認ギルト債マーケット・カウンセラーとなり、期近債のみの取引を行うときに、匿名(性)を保持できるようになった。</p>

制度比較の日本米比較

2) 対象者	<ul style="list-style-type: none"> • GEMMのみ 	<ul style="list-style-type: none"> • GEMMのみ 	<p>【公的ポートフォリオのための証券売買】</p> <p>DMOは、国家債務削減委員(会)(CRND)に代わって、その管理下にある基金のために場合によっては市場から証券を購入する。その買入れは通常小額である。オペを実施する場合には、DMOは、取引前に任意に選んだ少なくとも3業者からオファー価格をチェックする。</p>
3) 入札形式	<ul style="list-style-type: none"> • 対象銘柄に対する価格競争入札：タッチ方式 —入札の結果として、告示した買戻し総額の上限に達しない場合もある。 —非競争入札は設けない。 • 入札で提示する事項：銘柄名、応募金額(額面で100万ポンド単位)、入札価格(クリーン・プライス、小数点2桁表示) —価格は1銘柄当たり6まで入札可能。 	<ul style="list-style-type: none"> • 発行銘柄に対する価格競争入札：タッチ方式 —最低入札価格は設けない。 —非競争入札は設けない。 —DMOは、入札価格が市場での公正価格に比べて不当に低いと判断した場合には、入札の全部または一部を拒否する裁量権を有する。 • 対象銘柄の固定クリーン・プライスはオクツォン当日の午前10時にDMOが発表する • 入札時間は午前10時～10時30分 • 入札で提示する事項：対象銘柄の応募金額(額面で100万ポンド単位)、発行銘柄の入札価格(クリーン・プライス、小数点2桁表示) —価格は1銘柄当たり6まで入札可能。 	<p>【例外的な状況下での普通ギルト債およびインテックス債の買入れ】</p> <p>DMOはGEMMからオファーされる普通ギルト債およびインテックス債を買い入れる権限を有するが、それは例外的な状況においてのみ行使される。オペのフロセスは買入れタッチおよびスイッチ・タッチのそれに従う。</p>
4) 結果発表	<ul style="list-style-type: none"> • 発表時期：入札結果が明らかになり次第即時 • 発表事項：ストライク価格、同価格に対応する利回り、ストライク価格を提示した応募者に対する案分比率、買戻しに伴う消却額、オペ後の残高 	<ul style="list-style-type: none"> • 発表時期：入札結果が明らかになり次第即時 • 発表事項：対象銘柄の借換え可能額と実際の借換え額(ともに額面ベース)、発行銘柄の発行額面総額、オペ後の残高、発行銘柄のストライク(クリーン)価格、ストライク価格を提示した応募者の案分比率 	
5) 決済	<ul style="list-style-type: none"> • 決済日は翌営業日 —買い戻された対象銘柄は決済日に消却される。 	<ul style="list-style-type: none"> • 決済日は翌営業日 —同日に発行銘柄も発行され、借り換えられた対象銘柄は、発行銘柄の発行と同時に消却される。 	

(出所) DMO [2004] から作成。

図表 3 アメリカと日本における買戻し制度の概要

	【アメリカ】	【日本】
開始時期	市場性財務省証券の償還（買戻し）オペレーション 2000年 1月19日から施行（同年 3月から開始）	国債整理基金による既発国債の買入消却 2003年 2月から施行・開始
【目的】	<ul style="list-style-type: none"> 市場流動性の向上 債務（国債）の満期構成の管理 余剰資金の管理（機動的な債務削減） 利払いコストの削減 オペへの主目的ではない。	<ul style="list-style-type: none"> 08年度に集中している普通国債償還の平準化
【対象銘柄、発行銘柄の条件】		
1) 対象銘柄	<ul style="list-style-type: none"> オペへの告示に定められた満期帯に属す財務省証券（適格証券） 	<ul style="list-style-type: none"> 08年度中に償還を迎える10年固定利付国債 8銘柄（203～210回債）および20年固定利付国債 4銘柄（7～10回債）
2) 発行銘柄	—	—
【フオーキャスト】		
1) 告示	<ul style="list-style-type: none"> 時期は不定 一四半期ペースで公表される <i>Quarterly Refunding Statement</i> でオペの実施、その予定額などが予告される。 オペの前日に次の事項が公表される：オペおよび決済の日時（オペの締切時間を含む）、最大買戻し総額（額面ペース）、適格証券の満期帯、適格証券の銘柄などの属性（CUSIP 番号、利子率、満期日、残高）、最低応募金額（額面ペース）および倍数（Multiple：最小追加応募金額） 	<ul style="list-style-type: none"> 時期は原則月 1回（毎月） 一年末の発行計画策定時に、次年度の買入消却予定額を公表。 買入当日の公表事項：買入予定総額、買入対象銘柄、入札方法、最低応募金額と倍数、買入決定の方法、申込（入札）締切日時（時間）、買入決定通知日

調達し制度の日米英比較

2) 対象者	<ul style="list-style-type: none"> ・ニューヨーク連邦準備銀行 (NY 連銀) に指定されたプライマリー・デューラー (PD) のみ — PD 以外の対象銘柄保有者は PD を通じて応募する。 	<ul style="list-style-type: none"> ・国債市場特別参加者 — 買入消却の対象者として財政融資資金と日本銀行があるが、直接買入される。
3) 入札形式	<ul style="list-style-type: none"> ・価格競争入札：コンベンショナル方式 ・応募において指定する事項：証券の銘柄、額面金額、各証券の入札価格 — 応募金額は告示に記載された最低金額以上かつその整数倍でなければならない。 — 各適格証券に対する入札価格の数および応募する適格証券の数に制限はない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・競争利回較差入札：コンベンショナル方式 — 買入事務については日銀ネットを通じて実施する。
4) 結果発表	<ul style="list-style-type: none"> ・財務省は応募締切り後できるだけ速やかに応募者に (結果) 確認を提示し、オペの結果をプレス・リリースによって公式に発表する — プレス・リリースでは、各適格証券に関して、応募額と落札額 (額面ベース)、落札された最高価格、オペ後の市場保有残高 (額面ベース) が発表される。 ・確認 (confirmation) — 応募者に対する確認：オペを行なった営業日中に、結果発表の形で受入れ (落札) または拒否の確認を提示する。 — 顧客による応募に対する確認：応募者が顧客に代わって応募して落札した場合には、応募者は当該顧客に買戻しの実施を通知する責任がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・買入 (入札) 当日に入札結果が公表される ・公表事項：応募額 (額面)、買入決定額 (額面)、買入最低利回較差、買入最低利回較差に係る案分比率、買入平均利回較差
5) 決済	<ul style="list-style-type: none"> ・オペと決済までに最低 2 日間をおく — このことはコードに定めず、実施日と決済日を共に告示で特定する。 — 落札者は、決済日に、決済金額に正確に対応する額面金額分の登録財務省証券を移転し、特定された口座に証券を受け渡さなければならぬ。 — 証券の受渡しが適切に行えない場合には、予定決済金額の 1% を上限とする損害賠償を支払うよう要求される。 	<ul style="list-style-type: none"> ・消却後、消却した銘柄、償却額、額面金額 100円当たりの買入価格を告示

(出所) 日米各国の財務省の資料から作成。

図表4 日本における買戻し制度の新旧比較

	05年までの買戻し制度	06年以降の買戻し制度（07年3月まで）
目的	・08年度に集中している普通国債償還の平準化	(1)国債残高の圧縮 (2)05年度に発行した前倒し債の発行残高の抑制（ネット発行額の調整）
買入れ額	・市中からは毎月500億円	・目的(1)のために06年度に財政融資資金と日本銀行から各々5.5兆円、市中から1兆円 ・目的(2)のために06年1月から06年度に市中から1.1兆円 ・市中からの毎月の買入れ予定額は06年1月から3月が1,000億円、06年度中が1,500億円
対象証券	・08年度中に償還を迎える10年固定利付国債8銘柄（203～210回債）および20年固定利付国債4銘柄（7～10回債）	・財政融資資金と日本銀行からの買入れは06～08年度に償還される国債 ・市中からの買入れは原則として全ての利付国債（個人向け国債を除く）
その他	—	・入札参加者は国債市場特別参加者 ・買入れ銘柄および銘柄ごとの買入れ額は逐次告示する ・オファー、応札締切および入札結果の通知・公表の時刻、買入価格の決定方法等については、従来どおり「買入消却の実施について」（03年1月22日）において定めたとおりに従う

（出所） 財務省資料から作成。

図表5 日本における06年1月以降のオペ実施状況

残存期間別（日銀、財融資金からの買入れも含む）（単位：億円）

	1年未満	1－5年	5－10年	10－20年	20年以上	合計
1月	41	2,461				2,502
2月	1,000	2,500				3,500
3月	5,833	9,167				15,000
4月	500	9,481	145		377	10,503
5月		9,000	724	359	423	10,506
6月	1,502	9,000				10,502

年限別（市中からの買入れのみ）（単位：億円、銘柄）

	2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	合計
1月	836 (2)	88 (3)	78 (4)			1,002 (9)
2月	450 (1)	150 (1)	400 (1)			1,000 (3)
3月	350 (2)	544 (5)	106 (2)			1,000 (9)
4月	500 (1)		626 (2)		377 (4)	1,503 (7)
5月			724 (1)	359 (3)	423 (3)	1,506 (7)
6月	1,343 (5)	159 (1)				1,502 (6)

（注） 1. 残存期間で○－○年は「○年以上○年未満」を表す。

2. 年限別のカッコ内は買入れた銘柄数を表す。

（出所） 財務省 HP に掲載されている資料から作成。