

# 国債市場特別参加者制度について

理財局国債業務課課長補佐  
辻 貴博

本年10月1日、我が国国債市場の主たるプレーヤーである25社（資料1）が「国債市場特別参加者」として指定され、「国債市場特別参加者制度」がスタートした。本制度は、諸外国においても国債の安定的な消化の確保、国債市場の整備のために重要な役割を果たしている「プライマリー・ディーラー制度」と同様な機能を果たすものとして、国債市場の参加者からその導入が長く待望されていたものである。本稿では、その導入に至る経緯、制度の概要等について簡単に説明したい。

## 国債市場特別参加者制度導入の経緯

我が国では、現在、10年国債については、国債募集引受団（いわゆる「シ団」）の引受方式で発行されている。毎月の発行額のうち85%は入札（競争・非競争）が行われ、残りの15%は固定シェアにより引き受けられているが、最終的には、その全額の引受・発行が保証されている。シ団制度は、昭和40年度の国債発行開始と同時に創設されて以来、我が国の国債発行・流通市場の育成等に重大な役割を担ってきたが、近年市場関係者等からは、競争性・透明性等の観点から、その問題点も少なからず指摘される状況となっている。

## （資料1）

### 〈国債市場特別参加者〉

岡三証券（株）  
クレディ スイス ファースト ポストン証券会社  
ゴールドマン・サックス証券会社  
J.P.モルガン証券会社  
新光証券（株）  
大和証券エスエムビーシー（株）  
ドイツ証券会社  
（株）東京三菱銀行  
ドレスナー・クライノート・ワッサースタイン証券会社  
日興シティグループ証券（株）  
野村證券（株）  
バークレイズ・キャピタル証券会社  
ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社  
みずほインベスターズ証券（株）  
（株）みずほ銀行  
（株）みずほコーポレート銀行  
みずほ証券（株）  
（株）三井住友銀行  
三菱証券（株）  
メリルリンチ日本証券（株）  
モルガン・スタンレー証券会社  
（株）UFJ 銀行  
UFJ つばさ証券（株）  
UBS 証券会社  
リーマン・ブラザーズ証券会社

以上25社（50音順）

一方、現在、国債の市中発行総額の約8割を占める10年国債以外の国債（2年債、5年債、15年債、20年債、30年債、短期国債等）については、全て入札方式により発行されている。国債発行当局としては、従来から中長期的な調達コストを抑制しつつ、国債の円滑かつ確実な消化を図る、という基本的な考え方にに基づき、国債管理政策の運営に努めているが、我が国の財政事情は極めて厳しい状況にあり、今後も大量の国債発行が継続し、国債発行残高が増加せざるを得ないと見込まれている。したがって、10年国債に対象を限定しない国債全体の安定消化の枠組みを早急に構築することが、我が国の国債管理政策上極めて重要な課題となっていた。

このようなシ団制度の問題点や我が国の現状等を踏まえ、今般、欧米主要国において広く採用されている「プライマリー・ディーラー制度」と同様の機能を果たすものとして導入されたのが、「国債市場特別参加者制度」である。

本制度の導入にあたっては、これまで市場参加者と財務省の対話の場である国債市場懇談会（証券会社等が中心）や国債投資家懇談会（銀行・保険会社等投資家が中心）等において、米国のプライマリー・ディーラー制度、イギリスのマーケット・メイカー制度、フランスの国債プライマリー・ディーラー制度等、主要諸外国の「プライマリー・ディーラー制度」の仕組み（メンバーの責任、資格、法的根拠等）（資料2）を参考にしつつ、その具体的な仕組み等について、議論を重ねてきた。本年7月に、改正省令、告示とともに、「国債市場特別参加者制度運営基本要領」が公表されたが、これらは、市場関係者との議論・検討の成果であり、本制度の全体像を明らかにするものである。

## 国債市場特別参加者制度の概要

国債市場特別参加者制度は、一定の要件を満たした市場参加者と国債発行当局が協力して国債管理政策の策定・遂行に当たる枠組を構築するものである。具体的には、本制度は、国債市場（発行市場及び流通市場）において所定の責任を果たす意思と能力を有する市場参加者を国債市場特別参加者として定め、この特別参加者に対し、「国債市場特別参加者会合」への参加等の特別資格を付与するという仕組みとなっている。

## 国債市場特別参加者の責任

国債市場特別参加者は、国債管理政策の策定及び遂行に協力するという総括的な責任を負うとともに、①すべての国債の入札について、相応な価格で、発行予定額の3%以上に相当する額で相応の額を応札すること（応札責任）、②短期・中期・長期・超長期のゾーンごとに、直近2四半期中の入札において、発行予定額の合計の一定割合（中期・長期・長期については1%、短期については0.5%）以上の落札・引受を行っていること（落札責任）、③国債流通市場に十分な流動性を提供すること（流動性提供責任）、④財務省に対し国債の取引動向等に関する情報を提供すること（情報提供責任）という4つの責任を負っている。

「国債市場特別参加者制度」の主たる目的の一つとして、国債の安定的な消化の確保があるが、応札責任と落札責任を負う特別参加者が、主体的に応札・落札を行うことにより国債の安定消化の促進が図られることが期待される。

なお、日銀ネットのシステムエラー等により

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	マーケット・メイカー (Guilt - Edged Market Makers : GEMM)	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・ドイツ国債会社 : 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	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ぬ	全ての入札に、積極的に、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ぬ	全ての入札に参加しなければならぬ	全ての入札に参加することとを当局が期待	
	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ぬ	全ての入札に積極的に、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ぬ	直近4四半期の入札で、長期国債、中期国債、短期国債について発行額の2%以上を落札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	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	SVT は、競争入札と並行して、非競争入札に独占的に参加することができる	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	
	財務省が実施する買入売却の独占的な取引相手となることができる	DMO が実施する買入売却の独占的な取引相手となることができる	AFT が実施する買入売却の独占的な取引相手となることができる	GFA が実施する買入売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、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	短期国債の入札前に、AFT と全 SVT の会議を開催	

応札できないことがあるが、こうした特別参加者の責めに帰すべきでない事由により応札できなかったことが明らかである場合には、応札基準の適用にあたっては、応札ができなかった入札を除いて考えることとしているところである。

また、国債市場の安定性を高め、中期的なコストの削減を図る上で、効率的な流通市場が存在することは重要であり、国債管理政策として流通市場の整備を図る必要性が高まっている。そうした観点からは、特別参加者制度において、特別参加者に対し、流動性提供責任が課されることとなったことの意味は大きい。「基本要領」上、特別参加者が流動性を提供しているか否かの判断は、各特別参加者から提供される情報及び特別参加者以外の市場参加者から提出される情報等に基づき、各特別参加者の国債流通市場における国債のアウトライイト取引の取引高及び取引価格の提示状況並びに債券先物取引の取引高等を勘案して行うこととされており、具体的なチェック手法等については今後検討していくこととなる。

なお、これらの責任を果たせない場合又は果たせないおそれがある場合、財務省は、その程度に応じ、次に述べる特別資格の全部又は一部の停止、特別参加者からの除外を行うことができることとされている。

### 国債市場特別参加者の有する特別資格

特別参加者に対しては、①国債市場特別参加者会合への参加資格、②国債の買入消却のための入札への参加資格、③分離適格振替国債（ストリップス債）の元利分離及び元利統合の申請資格、④第Ⅰ非価格競争入札への参加資格、⑤第Ⅱ非価格競争入札への参加資格、⑥流動性供

給入札への参加資格、⑦財務省が実施する金利スワップ取引への優先的な参加資格、の7つの特別資格が付与される。

「国債市場特別参加者会合」は、四半期に1回程度の頻度で開催され、各年度の国債発行計画、国債市場の動向、国債の商品性等について、発行当局と特別参加者が議論を行う場である。なお、10月6日に、特別参加者各社からは代表者クラスの方々が出席したほか、福井日本銀行総裁、谷垣大臣、上田副大臣、倉田政務官らが出席し、第1回国債市場特別参加者会合が行われた（第1回会合では、特別参加者制度が今後国債市場において果たす重要な役割にかんがみ、財務大臣及び日銀総裁が出席し、特別参加者各社の代表者クラスと直接意見交換を行うこととしたものであるが、第2回以降は、通常、特別参加者の実務者レベルが出席して意見交換を行うことを想定している）。

また、上述の特別資格のうち、④～⑦は特別参加者制度に併せ、導入されることになったものである（②、③は、これまで国債市場懇談会のメンバーに資格が付与されていた）。

第Ⅰ非価格競争入札は、価格競争入札と同時に実施され、発行予定額のうちの10%を発行限度額とし、価格競争入札における加重平均価格を発行価格とする入札である。各特別参加者は、前2四半期の落札実績に応じて決められる個社ごとの応札限度額まで応札できる。なお、第Ⅰ非価格競争入札は、システム対応が未了であるため、まだ実施されておらず、17年4月から実施される予定である。

第Ⅱ非価格競争入札は、価格競争入札の結果公表後（オファー：同日午後2時、締切：午後2時30分、結果発表：午後3時30分）に行われ

る入札であり、価格競争入札における加重平均価格（イールドダッチ方式による入札の場合は発行価格）を発行価格とする。各特別参加者は、個社ごとに定められる応札限度額（前2四半期の応札実績に応じて決められる当該国債の発行予定額に各特別参加者ごとの基準応札係数を乗じて得た額と価格競争入札及び第I非価格競争入札による落札額の合計額の10%に相当する額の小さい方）まで応札することができる。第II非価格競争入札については、システム対応が未了のため、現在FAXによる入札が行われている（17年4月からオンライン入札が可能となる予定）。

流動性供給入札・金利スワップ取引については、現在具体的な活用方法の検討等、所要の準備作業が行われているところである。

### **国債市場特別参加者制度の導入と今後の展開**

冒頭に述べたとおり、10月1日、指定基準を満たした証券会社・銀行25社が特別参加者として指定され、本制度は発足した。同月4日には、制度導入後最初の買入消却入札が、5日は最初の第II非価格競争入札（5年債）が無事に行われるなど、本制度はとりあえず順調なスタートを迎えたところである。今後本制度の定着を通じ、特別参加者の主体的な行動に支えられ、より一層マーケット・メカニズムに即した形で、国債全体の安定消化の確保と国債市場の安定が図られていくことが期待される。

最後に、国債市場特別参加者制度は、それ自体、今後の国債の安定消化と国債市場の育成において大きな役割を果たすものであるが、それに留まらず、国債管理政策のあり方全体の一つ

の転機をもたらすものであることに付言したい。

上述のとおり、昭和40年代から国債の安定消化に貢献してきたシ団制度については、特別参加者制度の国債安定消化機能を評価し、特段の問題がないと判断されれば、廃止することとなっている。

また、国債市場特別参加者制度が導入されることを機に、「市場との対話」のあり方も変わることとなった。平成12年に創設され、発行当局による「市場との対話」の主たる舞台となってきた国債市場懇談会は、特別参加者会合とメンバー面で相当程度重複することもあって発展的に解消されることとなった。さらに、それに加え、中長期的な視点から、国債管理政策を中心とする国の債務管理について、高い識見を有する民間人等の意見や助言を得る場として、「国の債務管理の在り方に関する懇談会（座長：本間正明 大阪大学大学院経済学研究科教授）」が開催されることとなった。第1回会合は、11月5日に行われている。（なお、国債投資家懇談会については、銀行や保険会社等の国債の最終投資家となる方々から、直接市場の状況や今後の運用計画等について聴取する場であり、特別参加者制度発足以降もその必要性に変わりはないことから、引き続き存置されている。）