

国債の大口売買取引制度，その意義と示唆

岩井 宣章

要 旨

公社債の売買が取引所取引には馴染まないと言われて久しい。現在，東京証券取引所において上場されている債券は国債のみであり，その売買規模も極めて小さい。しかしながら，取引所取引の売買規模が増大を示した時期がある。国債の大量流通に対応し，昭和54年4月に新たな制度「国債の大口売買制度」を創設されており，それが貢献したものである。それは，従来の取引所の売買仕法を柔軟に見直し，登録債による受渡しなどの条件付取引を可能な範囲で取引所取引システムに取込んだものであった。

新制度は，昭和50年代において銀行の国債売却を受けて増高した証券会社等の玉調整等の場として一定程度機能する。しかし60年代に入ってから国債の指標銘柄に偏した流通構造の変化やその後の更なる流通構造の変化の下で，会員制度の制約や投資家相互の売買注文の対当が取引成約の要件という取引所取引の基本的枠組みがハンデとなり，その後急速に売買規模が減少し，意図された一定程度の店頭取引売買ニーズを取引所取引に取込むことができなかった。結局，大口売買取引制度の盛衰が債券取引における取引所取引の役割と限界を改めて示したといえる。

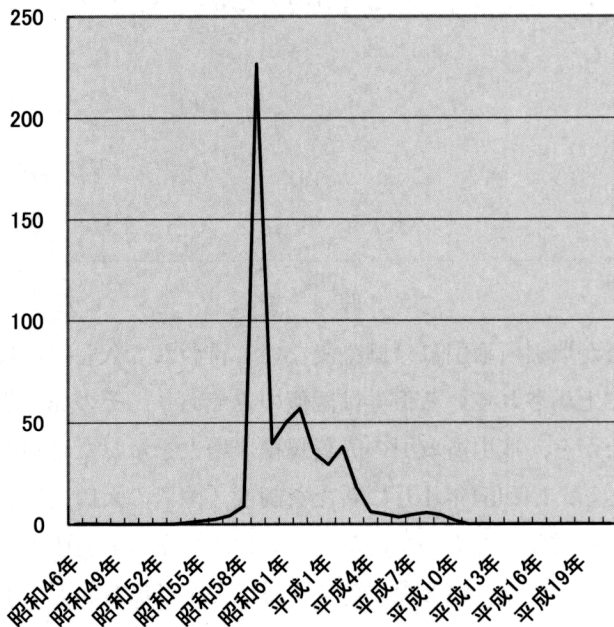
現在，東京証券取引所では国債先物取引が現物国債を凌駕する規模となっている。国債先物取引は，大口売買取引制度の下で見られた課題の多くを充足していると考えられる。国債先物取引は現物債のヘッジ等の機能だけでなく，最割安の受渡銘柄を通して現物債価格にも大きな影響力を有するようになってきている。それは，債券売買における取引所取引の貢献の仕方を示唆しているのかもしれない。

目 次

- | | |
|---------------------|------------------|
| I. はじめに | IV. 国債の取引所取引の状況 |
| II. 大口売買取引制度導入とその背景 | V. 公社債の取引所取引への示唆 |
| III. 大口売買取引制度の概要 | |

図表1 東京証券取引所普通債取引高

(単位：兆円)



〔出所〕 東京証券取引所 HP より作成。

I. はじめに

公社債の売買が取引所取引には馴染まないと言われて久しい。かつて東京証券取引所では国債のほか社債や地方債など多様な債券が上場されていたが、現在は国債のみが上場されているに止まっている。そしてその取引規模（図表1）は、この数年間は国債を含めて取引が皆無の状況といってもよい。すなわち公社債の売買はここ最近では、そのほとんどが店頭市場で行われている。公社債の売買に対しての取引所取引への市場参加者の期待は現状ではほとんど見られないという状況が現出している。もっとも海外においても、公社債売買において取引所取引が大きな規模になっている事例はないようで

ある。

しかしこうした公社債取引は取引所取引に馴染まないとのテーゼへの挑戦とも思える試みが、昭和54年に行われている。国債大量発行を背景とした国債売買の増加などを受けて、それまでの取引所取引制度を弾力的に見直し、国債に対して大口売買取引制度を創設し、店頭市場での取引の幾分かでも取引所取引へ取り込もうとする試みである。同制度導入後に取引所取引の規模は、大きな増加を示す。それは長くは続かず一時的に止まる。そして上場株式等の取引の市場集中義務の廃止に伴って、平成10年に同取引制度は廃止される。その後の取引所市場は取引制度が存置するだけといってもよい状況に至っている。

本稿では、同制度導入とその下での売買動向

等を振り返ることによって、公社債売買取引における取引所取引の役割と限界を検討することを目的とする。

なお、資料・データの制約や制度導入時から30数年余経過していることもあって関係者へのヒヤリングも十分とは言えず、筆者の多少の見見も加えての推察部分も少なくない。この点は、本論をきっかけにより正しい同制度の評価のきっかけの一つになればと考える。

II. 大口売買取引制度導入とその背景

東京、大阪、名古屋3証券取引所は、昭和54年4月に国債の取引所取引制度を改善し、大口の売買取引制度を創設した。併せて個人投資家を中心とした小口の売買制度の整備を行っている。

その基本的背景としては、50年代に入り国債大量発行の継続が見込まれるとともにそれまでに国債発行量の大部分を保有していた金融機関によって、国債の流動化（売却）が52年4月から開始され、国債流通量の大幅増大も見込まれたことが挙げられる。このため国債の流通市場の本格的な形成が見込まれ、国債が公社債市場の中核になることが必至の情勢となり、適正な価格での円滑な取引の行われる流通市場の形成が望まれたからである。事実、国債の流動化開始を受けて、52年度の国債流通市場の規模（現先売買を含む）は22兆円と前年の6.8倍へ、そして53年度には70兆円と同3.2倍の伸びを示し、これまでの流通市場の中心となっていた金融債を抜いて債券別シェアでトップとなり、公社債流通市場の主役となるに至っている。その健全な発展が、公社債市場ひいては金融市場の健全

な発展に連なる重要な課題であったといえる。

それだけでなく発行当局にとっても、国債の流通市場が混乱すれば国債発行、より具体的には今後の増大する国債発行の円滑な消化に大きく影響を与えることは必至であり、適正な価格での円滑な流通取引の確保が求められたことも疑いない。その方策の一つとしてこれまで公社債売買において大きな役割を果たしてこなかった取引所取引について、「価格形成の仕組みが一般投資家にも理解されやすく、また、価格公示機能にも優れている」¹⁾ことに着目し、「公開市場としての取引所機能を活用することによって需給実勢を反映した価格を形成し、国債価格に対する信頼性をより一層高めることをねらい」²⁾、「大口売買取引制度」という新たな制度を創設して取引所取引の活発化が図られることになったのである。

とはいえそれは後に詳細にみるように、店頭市場における取引の多くを取引所取引に取り込もうとした訳ではない。従来、監督当局を中心に公社債取引は取引所へ取引を集中させようとの考え方が強かった。しかし、昭和52年10月に公表された証券取引審議会・基本問題研究会「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」では、「債券は、流通市場で取引されている銘柄数が株式のそれよりはるかに多く、また、取引単位も小口のものから大口のものまでまちまちであって、投資家相互間の取引を基本とする取引所取引では、需給の合がつか可能性が少ない。」³⁾「従って、債券については、株式の場合のような厳格な取引所中心主義を採ることは適当とは思われない」⁴⁾とされ、かつての債券取引を取引所取引への集中する必要性を重視した取引所取引中心の見方を修正している。それだけに新制度においては、取引所へ取込みの可

能性が高いと見られた業者間取引を主としてターゲットとされた。そして取引所取引をも活用して業者間売買を一層活発化することが、取引価格の信頼性向上だけでなく店頭市場におけるディーラー機能の充実につながり、ひいては店頭市場を中心とした国債流通市場全体の機能強化につながるとの意図があったと考えられる。また、小口売買取引制度の整備においては、国債保有が拡大傾向にあった個人投資家などの小口投資家に対して公正・適正な価格による換金の機会とともに流通市場への参加の機会を提供していくことが大きな課題になっていたことがその背景として指摘できる。⁵⁾このため大口売買取引制度によって形成された信頼性の向上した価格を小口売買取引の価格に利用することが意図された。

Ⅲ. 大口売買取引制度の概要

1 大口売買取引制度の概要

大口売買取引制度のポイントは、定型取引が前提となっている取引所の取引制度を弾力的に見直したことであり、それは店頭取引の主体となっている条件付売買等を可能な範囲で取り込むことであった。債券は金利商品であり、投資家も機関投資家等が主体であることから、店頭市場においては多様な条件を付加して取引が行われることが多い。しかし取引所取引においては多くの条件付取引を可能とするのではなく、多くの需給を統合することにより適正な価格を形成し円滑な取引を行うという取引所取引の機能を損なうことのない範囲とされた。すなわち「店頭市場における大口取引は、決済期日をはじめいくつかの条件が付されているが常態であ

ることから本制度でも注文に条件を付して売買することができることとされた。しかし、条件の種類があまり多岐にわたると、・・・それだけ需給の統合が制約されることから、競争原理が働き円滑な流通が確保できるよう次の条件(図表2)に限定された」⁶⁾のである。また、債券売買では多様な条件付取引が多いことから、すべて取引所で執行取引のことは合理性がないとの認識から市場集中義務を廃止した。「しかしながら、取引所で執行することが可能な取引(当面は業者間売買が主体となろう)については、極力、取引所で執行することとされ・・・」⁷⁾た。条件付で可能となった要件の一つとして、店頭市場における取引の受渡の多くを占める債券利子に係る源泉徴収不適用の要件となる登録債の形態による受渡しがある。これが後に見るように業者間取引の取込に大きく貢献する。

業者間取引の推進では、既に専門業者として日本相互証券が多数の証券会社の出資を受けて昭和48年において設立されている。ある意味で同社の機能と競合することになるが、新制度創設には当時の国債保有状況とその流動化開始という特殊事情が働いたと考えることができる。それは、それまで国債は金融機関がその大半を半ば強制的に保有させられており、その大量の保有国債が流動化の解禁によりそれ程長くない時間で本格的に市場へ流入してくることが見込まれ、そしてそれはこれまでにない大きな規模になることが必至であったことである。銀行による国債の市場売却により一時的に増高するディーラーの支配玉の調整の場の拡充策の一つが大口売買取引制度の創設と位置づけることも可能である⁸⁾。

図表2 従来の売買取引制度と大口売買取引制度、店頭取引

事柄	制度種類	従来の取引所売買取引制度	大口売買取引制度	(参考) 店頭取引
取引の集中		一定の小口取引に有り	無し	無し
取引ロット		最低100万円	原則1億円	1億円以上が多い
売買仕法				
(a) 売買立会時		午前、午後2回節立会。ザラバ立会い	店頭同様に一定時間内での継続的な取引	継続的売買
(b) 呼値		価格	呼値は最終利回りと価格の併用	通常、最終利回り(レート)で売買
(c) 売買契約締結の方法		価格優先、時間優先の順序で優先することとされている。	価格優先、時間優先の順序を原則とするが、売買の媒介を行う才取会員は、売り注文と買い注文の内容の差異がある場合、売り方会員または買い方会員に連絡するなど調整して約定成立の促進	個別相対取引
(d) 決済期日		原則4日目決済	売買締結の日から1ヶ月未満を原則とし、翌月中の利払いが到来する銘柄や各月各月の20日以降の売買取引は、翌月末までの日で、売り方・買い方双方が合意した日	原則1ヶ月未満
(e) 条件付売買		不適用(本券受渡を前提とするアウトライク取引)	次の条件取引が可能 ①非課税 ②登録債 ③一括条件(全量の制約が条件) ④取引単位(売買が執行される単位を、あらかじめ一定の数量とすることを指定した注文) ⑤複合銘柄の注文(例えば8分利国債〇〇億円、8分利国債〇〇年償還もの〇〇億円など)	個別相対で条件付取引が可能、原則登録債による源泉徴収不適用取引が主体
相場の公表		約定成立のレート、価格を公表	約定成立レートを売買基準日の値段に換算した価格をレートと合わせて公表。1億円単位の売買取引は、始値、高値、終値及び各々のレートと売買高を公表。1億円未満の売買については、参考としてその高値、安値及びレートと売買高を公表	

[出所] 大蔵省証券局「大蔵省証券局年報昭和54年版」、東京証券取引所「東京証券取引所50年史」資料編等より作成。

図表3 小口売買取引制度の従来の取引仕法と異なる点

事 項	内 容
1. 市場集中の範囲	市場集中の範囲を100万円～1,000万円未満（従来は1,000万円以下）
2. 価格の決定方法	小口取引の価格決定方法は、大口売買価格を基準に個別競争売買の方法により決定。なお立会時間は午後3時の1日1回の節立会い→55年7月、個人投資家の積極的な買い参入から午前11時を追加
3. 買付け取扱い料	直近6ヶ月の平均売買高3億円以上の銘柄は額面100円につき10銭、3億円未満同20銭。転売までのロット化に伴うリスクやコストを考慮して売り方証券会社が買い方証券会社に支払う→55年7月、個人投資家の買付けが増加し証券会社が売り方に回るような状況となり廃止

〔出所〕 前表と同じ。

図表4 国債の取引所取引の規模(全国ベース)

(単位：億円)

	全体		
		大口売買	小口売買
昭和51年	358	0	0
52年	572	0	0
53年	733	0	0
54年	8,427	7,170	1,257
55年	18,695	16,797	1,899
56年	29,200	27,540	1,661
57年	50,704	48,708	1,996
58年	101,571	99,283	2,288
59年	245,617	242,875	2,742
60年	431,116	428,245	2,871
61年	543,881	541,100	2,781
62年	627,022	621,319	5,703
63年	394,062	390,293	3,769
平成1年	328,118	326,735	1,382
2年	422,643	418,340	4,305
3年	214,729	213,372	1,357
4年	73,309	71,588	1,720
5年	52,750	51,074	1,676
6年	38,691	37,623	1,068
7年	50,319	48,790	1,529
8年	59,939	58,607	1,332
9年	48,555	47,096	1,459
10年	18,566	17,348	1,218

(注) 1. 全国ベースとは、東京、大阪、名古屋取引所の合計。

2. 51年から53年は大口、小口は0とした。

〔出所〕 東京証券取引所「統計年報」より作成。

図表5 国債の店頭売買高と取引所売買取引

(単位: 億円)

	店頭 a (年度)	取引所 b (暦年)	b / a + b %
昭和54年	491,591	16,854	3.3
55	707,770	37,390	5.0
56	1,040,403	58,401	5.3
57	1,368,657	101,409	6.9
58	1,940,818	203,142	9.5
59	3,261,711	491,034	13.1
60	14,990,167	862,233	5.4
61	25,846,650	1,087,761	4.0
62	36,189,599	1,254,044	3.3
63	27,098,682	788,124	2.8
平成元年	23,377,202	656,236	2.7
2	18,990,840	845,291	4.3
3	11,160,019	429,458	3.7
4	10,303,751	146,617	1.4
5	10,688,812	105,500	1.0
6	11,315,345	77,382	0.7
7	10,344,014	100,638	1.0
8	9,819,253	119,879	1.2
9	10,825,713	97,110	0.9
10	9,638,200	37,133	0.4

- (注) 1. 店頭は現先売買および中期利付国債, 中期割引国債, 短期国債のアウトライト売買を除く。
 2. 取引所 (全国ベース) は小口と大口売買取引の合計 (往復)。
 [出所] 東京証券取引所「統計年報」, 公社債引受協会「公社債年鑑」, 日本証券業協会 HP より作成。

2 小口売買取引制度

小口売買取引制度は, 個人投資家等が実勢を反映した価格でいつでも円滑に売買できるよう企図されているが, その改善点は図表3の通りであり多くはない。ポイントは適正価格による取引の確保の手法として, その価格を創設する大口売買取引における価格を基準することした

こと, また取引の円滑化のために買い方証券会社が転売までに要すると見込まれるコストの一部を「買付け取扱料」として売り方証券会社が買い方証券会社に支払うこととした点にある (同買付け取扱料は, その後の市場状況の変化から55年7月に廃止へ)。

IV 国債の取引所取引の状況

新制度の下での国債の取引所取引がどのように推移したかを見ていくこととする。なお、資料・データの制約等からデータ中に暦年と会計年度が混在していることや取引規模等において全国ベース（東京、名古屋、大阪3取引所）と東京証券取引所ベースを適宜使用していることをあらかじめ了解されたい。

1 国債の取引所取引の規模の推移

店頭市場の取引手法を取入れた新しい取引所取引は、果たして取引ニーズを呼び込むことができたであろうか。国債の大口売買取引制度導入後の取引所における国債全体の規模（大口売買取引と小口売買取引の合計、全国ベース）を見ると、図表4の通り新制度創設以降逐年その規模が拡大し、昭和62年には54年の74倍の63兆円に達している。そしてこれが取引の規模のピークとなる。また、大口売買取引と小口売買取引に分けてみると、そのほとんどを大口売買取引が占めている。この間の国債の取引所市場規模の拡大は、大口売買取引の拡大とあってよい。その後の市場規模縮小も大口売買取引の縮小が影響している。

このように取引規模は拡大しているが取引ニーズを取引所取引に呼び込めたかを判断するには、全体の国債売買規模の中で、その構成比が高まっているかどうか、一つの判断基準となる。この場合の比較は、取引所で可能な取引形態かつ取引所に上場されている国債になるべく絞って対比することが望ましい。こうした点から国債の店頭取引の規模を取引所では執行できない現先売買取引や短期国債等の売買も控除

したものを使用して、その推移を対比して見たのが図表5である。これによると、店頭取引と取引所取引を併せた全国債の売買取引の規模に占める取引所取引の構成比は制度導入後逐年上昇し、昭和59年には13.1%へ上昇している。この水準を高いか低いかの判断あろうが、少なくとも新制度が次第に認知され、取引の場として利用されるようになっていったとの理解は可能であろう。

次にどのような銘柄が取引されたかを見てみる。図表6は半期末月毎の大口売買取引におけるいわゆる国債の指標銘柄の取引構成を見たものである。これによると、総じて指標銘柄の取引が多いことが分かる。その構成比を見ると、59年前半頃までは総じて5割内外を占め、60年から62年かけて6割～9割台へ上昇し、さらに平成時代は8～9割と上昇している。まとめると50年代は一定程度の取引ニーズを取引所取引に呼びこむことができたこと、また取引銘柄としては年を追って指標銘柄の構成が高まっていることである。

2 大口売買取引制度創設の効果

記述の通り大口の売買取引制度は、取引所取引において一定程度の条件付取引を可能とし、当面、店頭市場における業者間の売買取引を取込むことを想定していたが、所期の目的を果たしたであろうか。

大口売買取引の多くは業者間取引とみられる⁹⁾ので、これを店頭取引における国債の業者間取引を推定して対比したのが図表7である（なお、店頭取引は図表5と同様現先売買取引等控除）。それによると国債の業者間取引全体（推定）に占める大口売買取引の構成比は逐年上昇し、昭和59年には26.9%とほぼ3割を占め

図表6 大口売買取引における指標銘柄の取引規模（東証）

(単位：億円，%)

年月	全体 a	指標銘柄 b	b/a %
昭和54年 6月	420	287	68.3
12月	1,162	468	40.3
昭和56年 6月	1,421	360	25.3
12月	3,947	499	12.6
昭和58年 6月	5,528	627	11.3
12月	15,109	7,494	49.6
昭和59年 6月	10,634	4,274	40.2
12月	27,345	19,174	70.1
昭和60年 6月	48,744	29,224	60.6
12月	24,183	21,176	87.6
昭和61年 6月	53,039	51,682	97.4
12月	51,280	49,316	96.2
昭和62年 6月	60,132	59,362	98.7
12月	4,561	未上場	
昭和63年 6月	42,289	4,175	99.7
12月	20,560	11,495	55.9
平成元年 6月	33,617	30,180	89.8
12月	24,184	19,656	81.3
平成3年 6月	20,352	19,563	96.1
12月	9,612	9,128	95
平成5年 6月	4,836	3,667	75.8
12月	3,587	2,991	83.4
平成8年 6月	4,129	3,990	96.6
12月	4,199	4,135	98.5
平成10年 6月	1,734	1,646	94.9
12月	出来ず	出来ず	...

〔出所〕 東京証券取引所「統計月報」各号より作成。

るに至っている。以後は後退する。また、図表7では店頭における業者間取引の大手の日本相互証券の取引規模（年度ベース）とも対比しているが、57年から58年の規模は同社の7～8割の規模に達しており、達観していえばこの時期

は同社と取引規模に遜色がないといってよい。

少なくとも50年代は売買制度を柔軟にしたことが功を奏し、業者間取引ニーズをかなり取り込んだと評価できよう。条件付取引のうちどの要件がこれに貢献したのか。これを明確に裏付

図表7 国債の業者間売買 (推定)

(単位: 億円)

	店頭 a	大口売買 b	b / a + b %	日本相互証券 (年度)
昭和54年	89,762	14,339	13.8	41,347
55	137,480	35,593	20.6	70,071
56	240,685	55,080	18.6	81,884
57	332,987	97,416	22.6	123,003
58	587,288	198,566	25.3	263,823
59	1,316,794	485,750	26.9	596,038
60	11,964,475	856,490	6.7	3,655,037
61	15,634,644	1,082,200	6.5	7,472,390
62	19,249,646	1,242,638	6.1	11,015,136
63	13,919,001	780,587	5.3	9,015,676
平成元年	11,630,899	653,471	5.3	8,164,697
2	9,223,257	836,680	8.3	6,999,321
3	6,286,986	426,743	6.4	3,914,546
4	3,766,100	143,177	3.7	3,043,606
5	3,611,004	102,148	2.8	3,276,764
6	5,722,638	75,245	1.3	2,465,605
7	6,448,022	97,581	1.5	2,473,622
8	5,984,317	117,214	1.9	2,212,594
9	6,950,505	94,193	1.3	2,151,260
10	7,332,520	34,696	0.5

(注) 1. 大口売買取引は往復計算, 3取引所の暦年ベース。

2. 店頭は, 現先売買および中期利付国債, 中期割引国債, 短期国債のアウトライト売買を除く。

3. 店頭の国債の業者間売買は, 店頭売買高に占める国債売買構成比を投資家別売買状況の債券ディーラー売買高に乗じて算定。

〔出所〕 公社債引受協会「公社債年鑑」, 日本証券業協会 HP, 東京証券取引所「統計年報」, 日本相互証券史 (創業25周年) 等より作成。

けるデータは入手しえなかったが, 導入直後には受渡物件のほとんどを登録債が占めるようになってきていること¹⁰⁾, また中小証券の利用も拡大との指摘¹¹⁾もあることから登録債による受渡し, それにより国債利子の源泉徴収不適用の取引が可能となったことが評価されたこと, また新制度も次第に市場で認知されていったことも

間違いない。

3 60年代に入ってから売買減少の要因

国債の取引所取引の規模は, 図表2の通り62年度まで拡大を示すものの, 国債全体の売買高に占める割合は昭和60年から急速に低下している。このことは国債の売買ニーズを十分に取り

込めなかったことであり、それはいうまでもなく大宗を占める大口売買取引においてその取引主体である業者間売買ニーズを十分に取り込めなくなったことでもある。

実は60年代に入り国債全体の売買規模は急速な拡大を示す。この背景は夙に指摘されているように基調的な金融緩和の下で機関投資家や大口投資家の債券投資が積極化したことが挙げられるが、それだけではなく銀行の公共債ディーリングの解禁（59年6月解禁、60年に本格化—認可行拡大、取扱い国債の残存期限の撤廃—）によって、こうした金融環境も手伝って認可金融機関が競うように取引を拡大させたこと、そしてこれに対抗するように証券会社のディーリングも拡大したことも大きい。加えてディーリング機関や大手投資家が特定の長期国債（当時の指標銘柄）を対象に値上がり益を狙って短期間で売り買いを交錯させる回転売買取引を大きく膨らませたことも見逃せない。

この時期はこうした状況から、とりわけ業者間取引が急速に拡大するが、大口売買取引制度はこれを十分に取り込むことができなかつたのである。そのニーズのかなりの部分は、業者間取引専門の日本相互証券へシフトしたからである。

60年度の売買高を見ると日本相互証券の国債売買高は、前年度の6.1倍へと急増する。一方取引所の大口売買高（暦年）は、前年比1.8倍に止まる。その後も、日本相互証券の売買高が取引所売買高を大きく凌駕する状況が継続し、平成5年以降は取引所売買高が国債の業者間売買全体の1～2%の水準にまで落ち込んでいる。これをどのように理解すべきか。

その要因をいくつか指摘できる。第1点は、銀行ディーラーは取引所の会員でないことか

ら、直接には取引所で取引を執行できないことである。一方、日本相互証券は60年6月より銀行との取引を開始している。大蔵省証券局年報で60年度の銀行ディーラーの長期国債のディーリング売買高を見ると前年度の183倍（現先売買取引を含むが、ほとんどがアウトライト売買とみられる）に急増している。一方、同期間の証券会社のディーリング売買は39倍（同）に止る。新たにディーリング業務に参入した銀行の取引規模がこれだけ膨らんだのは、収益と取扱量を意識し、対顧客売買ではなく主として業者間での自己売買を大きく拡大させたことによる¹²⁾。そしてその相手先は競合する証券会社等のディーラーではなく、業者間取引専門の証券会社に向かったのである。

2点目は、この頃から日本相互証券の売買取引の機械化が進展していることである。60年にはスクリーントレードが可能となっており、オンラインで画面を見て取引可能となり、取引参加証券会社や銀行のディーリング部門は取引執行、取引価格の把握がリアルタイムで可能となる。一方、取引所の取引のオンライン化は63年とこれにやや遅れるとともに、注文は引続き専用電話等によっていたことである。日本相互証券の売買取引の機械化が先行していたのである。

3点目は、60年代になると市場における売買における国債指標銘柄の構成割合が一段と上昇する。この指標銘柄の特殊な売買ニーズ、とりわけ先鋭化した60年代の指標銘柄への売買ニーズに結果として日本相互証券の方がよりマッチしたことである。

指標銘柄は大量のロットで頻繁に売り買いを交錯させるが、60年代はその傾向が一層強まる。この時代では1取引が1,000～5,000億円と

図表8 指標銘柄のプレミアム状況

(単位：%)

年月	指標銘柄 a	周辺銘柄 b	b - a
昭和54年 6月	8.846 (10)	8.807 (11)	-0.039
12月	9.234 (10)	9.262 (11)	0.028
56年 6月	9.900 (10)	9.900 (11)	0
12月	8.110 (10)	8.110 (11)	0
58年 6月	7.740 (21)	7.740 (22)	0
12月	7.365 (53)	7.365 (47)	0
59年 6月	7.475 (53)	7.540 (47)	0.065
12月	6.465 (59)	6.650 (61)	0.185
60年 6月	6.435 (59)	6.480 (61)	0.045
12月	5.550 (68)	5.920 (69)	0.370
61年 6月	4.720 (68)	5.340 (69)	0.620
12月	5.206 (89)	5.370 (90)	0.164
62年 6月	3.860 (89)	4.020 (90)	0.160
12月	未上場		
63年 6月	4.865 (105)	5.320 (106)	0.455
12月	4.750 (111)	4.780 (108)	0.030
平成元年 6月	5.500 (111)	5.400 (109)	-0.100
12月	5.720 (119)	5.770 (121)	0.050
3年 6月	6.855 (129)	6.825 (130)	-0.030
12月	5.380 (129)	5.645 (130)	(注3)

(注) 1. ()内は長期国債の回号。

2. 利回りは月末価格の単利。

3. 周辺銘柄の取引日が1日のみのため不算出。

4. 平成4年以降は、周辺銘柄の取引の成約日が少ないため算出せず。

〔出所〕 東京証券取引所「統計月報」各号より作成。

極めて大きなロットも少なくなかったとされる。そして基調的金融緩和の下、市場参加者の多くが1銘柄への売買ニーズを集中させて、債券であるにもかかわらず金利ではなくいわば価格を競って買うような事態を現出させる。その結果当該銘柄は、同水準の利率や期間のいわゆる周辺銘柄との裁定を離れ、利回りが低く、価格が高いというプレミアムが常態になる(図表

8)。そしてこの状態は、指標銘柄から外れると解消される。このことは指標銘柄については、収益拡大の期待とともに常に高値警戒感も存在することである。こうした事情の下で売買を継続し得るには、大量規模の取引成立が速やかに実現すること(流動性が高い)が望ましい。それには銀行も含めた大口の市場参加者の多い場の方が必然的に出会いもつき易い。ま

た、その注文がオンラインで機動的に注文執行できれば一層望ましい。加えて、取引時間も取引所（午前9時～11時、午後1時～3時）よりも、日本相互証券の方が長い（午前8時50分～5時）ことも、このような流通構造の下で、一層有利に働いたといえる。こうしたことにより、日本相互証券へ業者間売買ニーズがシフトしていくようになり、そしてそのことは同証券の場の国債流動性を高め、それがさらに取引を呼ぶ状態へと順回転していったとみられる。

要するにブームともいえる指標銘柄に集中した国債の業者間取引ニーズに取引所取引は十分対応しえなかったのである。

そして国債の取引所取引は平成時代に入り一層縮小するが、これは60年代のこうした展開を経て業者間取引の場として日本相互証券など業者間取引専門業者がデファクト化したと見られること、さらに後述するように国債売買ニーズの変化にも十分対応しえなかったためである。

4 小口売買の規模

最後に小口売買取引規模の推移をみってみる。各年とも1,000～5,000億円の規模で推移しており、平成に入り急激に縮小した大口売買取引に比べると一定程度の取引ニーズを充足したと理解できる。その取引規模は利回りの急上昇した昭和50年代後半（3,000億円弱）や平成2年（4,000億円）および債券相場急騰時期のあった昭和62年（5,700億円）に高水準となっている。これは取引所の小口売買は個人投資家の換金の場だけでなく、セカンダリーへのアクセスの場としても一定程度機能したと考えることができる。これを担保したのが小口取引の市場集中義務であった。とはいえ平成10年の証券取引法改正により、市場集中義務が廃止されたことに伴

い、その取引規模は縮小する。なお、個人等の買いニーズに対しては大手証券が売り手に回って対応していたといわれており、またその価格も制度的には大口取引を基準とした価格とされていたが実際には大口、小口と差異がなかったこと（ロット差や本券・登録債の差異は考慮されず）などの課題もみられた。

こうしたことは、個人等の小口投資家のフォローには制度的な手当てがないと、円滑に機能しないことを示唆していると考えられる。

V. 公社債の取引所取引への示唆

大口売買取引制度の果たした役割と限界は、公社債売買における取引所取引の役割と限界を示唆する点が少なくないと考えられるので、時期を分けて大口売買取引がどのように機能していたかを振り返ってみる。

1 昭和50年代に果たした役割とその評価

これまで見てきた通り、大口売買取引制度は少なくとも50年代においては業者間取引を中心に一定程度の売買ニーズを取込んだと評価できる。この時期は指標銘柄が取引の半分程度で占めるものの、昭和60年代以降に比べると相対的に小さい。50年代の指標銘柄は52年4月から解禁された銀行保有国債の流動化に伴い国債が本格的に売買することの可能な債券となり、次第に流動性を増す中で、とりわけ大量に発行され、そして銀行による売却の増大した国債を市場関係者が最も流動性ある国債と認識するようになっていった。このプロセスにおいて銀行売却中心となったのが6.1%国債等であり、その一時的な保有増に対応して取引所を玉調整の場

とし証券会社等が利用したといえる¹³⁾。また、この時期(54年3月)から証券会社が租税特別措置法の指定金融機関となっており、事実上、登録債形態で受渡しが可能になったことも、取引所市場を証券会社が玉調整の場として利用することを促す要因になった推察される。

54年4月では6.1%国債10回債が指標銘柄となっているが、これは6.1%国債の中で相対的に売却量が多かった銘柄であったためと思われるが、売却銘柄が10回債に限定されるわけではないことから、この時代においては指標銘柄へ取引集中度もその後に比べるとそれ程高くなかったといえる。

この時代は指標銘柄のプレミアムはほとんどみられず、時には指標銘柄より割高に買われた周辺銘柄があったのもそうした事情といえなくもない(図表8)。またこの時代の指標銘柄の残存期間が50年代は6~9年と60年代(9~10年)に比しバラツキがあるのも、銀行売却の多い銘柄が指標銘柄になる可能性が高かったことを示していると考えられる。

2 昭和60年代に果たした役割とその評価

60年代は流通構造における指標銘柄への売買構成が急上昇する。この時代は60年6月の銀行のフルディーリング移行に伴い、新たに発行された10年もの国債の中で市場参加者が「指標銘柄」と認めた特定銘柄に売買が一層偏るようになる。銀行の売却玉というより、金融低下基調の下で発行量の多い発行間近の銘柄にターゲットを絞り、銀行ディーリング部門、証券会社という国債ディーラーがキャピタルゲインの獲得を狙って、短期間で売り買いを交錯(短期回転売買)させるようになる。この時代の指標銘柄

の回転率が10~40倍と著しく高く、指標銘柄の残存期間が9~10年と50年代よりも総じて長いのもこうした事情を反映したものと見られる¹⁴⁾。そしてこうした先鋭化した指標銘柄の取引ニーズには、取引所取引ゆえの会員制度の制約やシステム対応の遅れ、取引時間の差異などがハンデとなり、こうしたニーズを十分取込むことができなかったといえる。この時代に業者間取引は日本相互証券等の専門業者がデファクトとなっていたといえる。

3 平成時代に果たした役割とその評価

平成時代に入ると、国債の流通構造が指標銘柄中心から大きく変化していく。この点を裏付ける十分なデータは得られなかったが、市場参加者のヒヤリング等から十分推察できる。それは、昭和62年5月の6.1%国債の2.25%示現後の相場急落や同年9月のタテホショック後の急落後に大きな損失を被る金融機関もでて、ディーラー機関はその取引リスクを実際に経験することになる。加えて金融基調も引締め方向に転換し、収益見通しも悲観的にならざるを得ず、銀行・証券のディーリング対応が急速に慎重化していったことである。この時期、国債の銀行ディーリングの売買構成を見ても、長期国債の割合が63年には7割近くに達していたものが、平成8年には1割程度へと大幅に減少しているのもこうした事情が影響していると思われる。加えて技術的にも平成元年に貸債が解禁されており、指標銘柄と周辺銘柄との裁定取引もやり易くなる状況が生まれていることも、指標銘柄偏重の売買構成の是正を促進したといえる。平成時代には指標銘柄のプレミアムが減少するのもこうした事情が働いている。このような流れの延長線上で、国債の指標銘柄は平成11

年3月に廃止されるに至っている。

それだけではなく、こうした流れの裏で国債はディーリング対象商品だけでなく、金融機関や機関投資家のポート・フォリオの運用対象としても、次第に重視されるようになっていったことである。それは、国債の流通構造において、業者を中心とした指標銘柄売買から対顧客売買が次第にその構成を増していくことであった¹⁵⁾。こうした取引は、登録債の受渡しという条件だけでなく、ポート・フォリオの入替や業者からの改善提案など、投資家と国債だけでなく他の債券も含めた幅広い複数銘柄との入替など多様な条件付取引への対応を一層要請することになる。取引所取引も国債間であれば複数銘柄の取引も可能であるが、いずれにして対当事者が現れなければ成約に結びつかず、加えて複数銘柄になればなる程その成約が容易でなくなる。この点は店頭市場においてディーラー機能を活用する方がはるかに実効性が高い。指標銘柄中心の取引であれば単純売買が多いのでまだ対応が可能であったが、こうした売買ニーズ変化には取引所取引は対応しにくい。成約の可能性が見えにくい取引の場が敬遠されるのは仕方ないところであろう。

平成時代において、取引所取引規模は大きく減少するが、それでも指標銘柄売買構成が高かった（指標銘柄しか成約できなかった）のもこうした理由であろう。もっとも、その多くも大手証券が売り買いニーズに向かって対当していたともいわれる。

4 取引所取引の役割

大口売買取引制度は、銀行売却国債の業者間の調整の場として一時的に機能したが、国債流通構造が指標銘柄へ先鋭化するなかで、民間の

業者間売買専門業者の使い勝手の向上からこれがデファクトになり、その機能を後退させていった。また国債の対顧客売買に対応するには多様な条件付取引を取引所取引で一層可能とすることである。これに対応し速やかに成約させようとするれば、その時点での才取会員にディーラー機能を持たせることしかない。それは、定型取引に基づき需給を糾合して適正価格の形成、円滑な取引を図るという取引所の従来のあり方を自己否定することである。こう考えると大口売買取引制度の盛衰は、公社債売買における取引所取引の役割と限界を改めて示したものといえよう。

現在、東京証券取引所では先物が現物国債を凌駕する取引規模となっている。それは、取引所取引の債券売買における貢献の仕方を示しているのかもしれない。国債先物取引は想定元本の国債をベースとするいわば特定銘柄（集合銘柄）を対象とする取引ともいえ、売り切り買切りとなるアウトライト取引（定型取引）でもあり、銀行ディーラーは特別参加者として取引に参加（取引の大半が銀行・証券）しており、そして売買の機械化・システム対応も逐次進められている。大口売買取引制度の下で見られ課題とされた点の多くが先物の取引では充足されていると言える。

今日、国債先物取引は現物債のヘッジだけでなく、標銘柄に見られたような短期売買ニーズの一部を取込み、また国内のノンリスク金利水準の先行指標になっており、そして最割安の受渡銘柄を通して現物国債価格にも大きな影響力を有するようになっている。

注

1) 「公社債市場当面の諸問題について」証券取引審議会。

- 昭和54年6月27日, 大蔵省証券局年報, 昭和55年版, p.63
- 2) 大蔵省証券局年報, 昭和54年版, p.29
 - 3) 大蔵省証券局年報, 昭和53年版, p.51。また, この点については, (1)公社債流通市場における利回り形成の実態について(補足説明), 証券取引審議会・基本問題委員会報告・資料1, p122~124, 大蔵省証券局内証券政策研究会編, 金融財政事情が詳しい。
 - 4) 3)に同じ
 - 5) 「比較的小口の資金を運用する個人投資家などは, 情報アクセスも限られており, ……個人投資家などの流通市場への積極参加のためには特別な配慮を必要とする」, 証券取引審議会・基本問題研究会「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」昭和52年10月18日, 大蔵省証券局年報, 昭和53年版, p.51~52
 - 6) 大蔵省証券局年報, 昭和54年版 p.31, ()は筆者挿入
 - 7) 大蔵省証券局年報, 昭和54年版 p.29
 - 8) 国債の流動化解禁前のわが国の流通市場の特徴を「国債や事業債などの一部のものを除いては, 金融機関によって消化された債券のかなりの部分が, 発行後間もない時期に流通市場において恒常的に売却され, 流通市場を経由した後はじめて, 中・長期の投資対象として機関投資家などによって購入されてきた。」と捉えられており, 国債売却を解禁すれば当然こうした懸念(恒常的に売却)が現実のものとなると, 当局や市場関係者が考えていたことは十分想定し得る。「」内は証券取引審議会・基本問題研究会「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」, 大蔵省証券局年報, 昭和53年版, p.51より
 - 9) 「国債の大口取引は証券会社間のいわゆる業者間売買が主体」といわれる。「」内は, 大蔵省証券局年報, 昭和57年版, p.30より
 - 10) 昭和54年度の登録債売買状況を見ると, 金額ベースで制度創設時の54年4月~9月の49%から54年10月から55年3月には92%へ急上昇。大蔵省証券局年報, 昭和55年版, p.34より
 - 11) 「会員別に見ると大手4社のシェアが56年に入って徐々に低下し, これ以外の証券会社の取引が多くなってきており, 制度の定着とともに取引所取引を活用する度合いが高まってきたと評価できよう」, 大蔵省証券局年報 昭和57年版, p.30
 - 12) 「当初の2, 3年間の対顧客買業務の歩みは, 証券へ

のキャッチアップの過程であったといっても過言ではない。…証券に対し, 人, 情報, 手法等で後発の銀行は…業者として「収益と取扱高」の両面の増強に取り組んできた。」「正念場を迎えるバンクディーリング」89. 6.12, 金融財政事情, p.27

- 13) 「6.1%国債のシェアが62.7%と過半を占め, 以下8%国債が21.0%…6.1%国債の売買高が多いのは, 6.1%国債は, ①発行量が多いこと, ②54年4月に金融機関の売却制限(発行後1年以内)が解け, 都銀等が同銘柄を積極的に売却したこと, ③これに伴い需給関係が崩れ, 証券会社店内で出会いがつかず, 取引所への売物として出されることが多くなったことなどの反映」, 大蔵省証券局年報, 昭和55年版, p.33
- 14) 高橋俊治, 「日本の公社債市場の金融システム」, 1991年1月31日, p.189~190, 東洋経済新報社
- 15) 日本証券業協会の投資家別売買状況を見ると, データの制約から公社債全般であるものの売買全体に占める債券ディーラーの売買構成が60年代には8割前後であったものが, 平成に入ると漸次低下し, 平成4年以降は5~6割で推移している。このことは, 公社債売買における対顧客売買の増大を示しており, 国債も同様の傾向と考えることができる。

参考文献

大蔵省証券局年報各年版

木村明央 [1988] 「債券店頭市場と日本相互証券」,

『公社債月報』, 昭和63年7月, 公社債引受協会
金融財政事情 [1989. 6.12] 「正念場を迎えるバンクディーリング」

公社債引受協会「公社債年鑑」各年版

高橋俊治 [1991] 「日本の公社債市場の金融システム」, 東洋経済新報社

東京証券取引所 [2002] 「東京証券取引所50年史,
資料集制度編」

東京証券取引所, 日本証券業協会の各ホームページ
(日本女子大学非常勤講師)