

今後のわが国債券市場のあり方に関する研究

東京経済大学経済学部教授 釜江廣志

目 次

第1章 戦前債券市場の推移	§ 2 高度成長期までの債券市場
§ 1 はじめに	§ 3 低成長期以降の公共債市場
§ 2 国債の発行・引受と金融市場	§ 4 政府保証債・地方債の引受と入札
§ 3 国債以外の債券	§ 5 低成長期以降の国債の引受と入札
第2章 戦後債券市場の変遷	第3章 研究のまとめと政策的含意
§ 1 はじめに	

第1章 戦前債券市場の推移

§ 1 はじめに

本章では戦前の国債、地方債、政府保証債、金融債、社債のそれぞれの発行・流通両市場がどのように変遷してきたかを概観する。第2節では国債市場の状況をながめる。第3節では国債以外の債券の発行と引受を取り上げる。

§ 2 国債の発行・引受と金融市場

§ 2-1 明治期

まず明治期では国債増加の第1期である維新期において、1870（明治3）年4月に最初の国債である鉄道建設のための9分利付外国公債をロンドンで募集した。公募発行は1878年に起業公債（6分利）が内国債として初めてなされた。1884年から発行された中山道鉄道公債（7分利）は呼価募集、つまり応募価

格の高いものから順次募入する方式（コンベンショナル方式）が初めて行われた。以上のような殖産興業債のほか、武士の家禄の代わりとする秩禄公債（8分利、1874～76年発行）・金禄公債（5分～1割利、1876年発行）など封建制度変更のための債券、金札引換公債（6分利、1873年発行）などの通貨整理債、海軍公債（5分利、1886年発行）などの軍事債も発行された。明治10年代のデフレ政策の後に従来の6分利以上の国債の整理を行うために1886（明治19）年以降5分利の整理公債が発行されて、近代的な国債制度が始まった。

国債増加の第2期である対外膨張期では、1894（明治27）～95年の日清戦争、1904（明治37）～05年の日露戦争の戦費調達に国債とりわけ外債が多く発行され、また鉄道国有化のための交付国債（甲号5分利公債）も発行された。以後は地方債、社債と同様に外貨債のウエートが高まった。

次いで、国債の整理を行ってその価格を維

持するとともに外国人保有者の信用を確保することなどを目的として1906年に国債整理基金特別会計法が制定された。一般会計からの繰り入れにより国債の元利支払いを行って減債することを目指したが、実際には元金償還はわずかしか行われなかった。日露戦争後、桂内閣は財政緊縮策と非募債主義つまり非発行方針を取り、金融が緩和された。そこで既発行の5分利債を低利債へ借り換えるべく、同内閣が「下請銀行組合」と称した引受シ団と後記 §2-4-2のように協議して、4分利公債が1910年2～3月に2回発行された。それ以後、国債の公募発行と借り換えが行われる際にはシ団との協議が慣行となった。4分利公債の第2回目は応募者が減少したがかろうじて発行出来た。しかし第3回目はシ団の了解が得られなかったため、わが国と同様に金融緩和が進んでいた外国での発行が試みられ、英貨と仏貨の4分利公債が実現した。仏貨公債は後に国内に輸入され、長期清算取引が上場されて甲号に次ぐ債券の代表銘柄となった。

シ団引受開始時に証券会社はシ団を組織して元引受業者と契約を結んで下引受(再引受)を行い、発行市場への進出を始めた。1908年には国債の登録制度が開始されペーパーレス化が進んだ。

コール取引は1900年に始められた。その背景として、銀行間の資金のやりとりがないと不便であったこと、銀行が乱立してとりわけ取り付けが起こると資金繰りがつかなくなる銀行が出たこと、さらには銀行の成長に伴い預金が多く集まって資金運用する余裕が生じたこと、などがあげられる。

§2-2 戦間期

大正期の金融市場においては、第1次大戦(1914～18年)勃発で輸出増により資金需要が増えたにもかかわらず金融は緩慢であった。1918(大正7)年以降日銀金利は引き上げられたが、20年に反動恐慌が発生して同年から21年にかけて金融は緩和され、さらに23

年関東大震災後の復興金融のために金融はいっそう緩慢化した。

コール資金の出し手は大銀行と地方銀行、取り手は特殊銀行(横浜正金、台湾、朝鮮、日本興業の各行)であり、短期資金は増大した。18年末～20年前半には金融引締めでレートは高騰した。大震災後の23年9月にはコール取引は不可能となった。大正末期にコール取引は中期の資金貸借に変質した。

国債市場では第1次世界大戦とその直後に軍事公債や鉄道・植民地経営のための国債が発行された。20年の反動恐慌、22年の銀行動揺、23年の関東大震災、27年の金融恐慌など経済の不振が続き、これらの時期には震災手形損失補償公債など交付公債が5分利公債あるいは5分利国庫債券として増発された。20～21年の金融緩和期には遊資増と金利低下で債券需要が高まった。昭和初期には緊縮財政で国債縮減がはかられたが失敗した。25年以降シ団引受は中止されて大蔵省預金部による引受が増加し、市場での購入により民間銀行の保有も25～29年に増大した。

昭和期に入って27年の金融恐慌の後は預金が大銀行と郵便貯金に集中した。コール資金は特殊銀行の取り入れが急減してレート低下を招いた。27年8月の大銀行6行(三井、三菱、第一、安田、住友、横浜正金)の協定によって無担保物・月越物が排除されて無条件物が増え、レートは最低水準が設定されて全体の変動も小さくなるなど正常化した。コール市場では金融恐慌時に台湾銀行が過度に集中して取り入れを行うなどの問題が生じたため、市中銀行は預金準備として国債の保有を増加していたが、金解禁の懸念、金利低下の限界などからの金利上昇(国債価格下落)不安のため30～31年に保有を減らし、預金部の保有が増加した。

30年の金解禁後は不況のため日銀割引歩合が引き下げられて救済融資がなされ、31年年央に短期資金市場には遊資が横溢したが、緩和状態は長期資金市場には波及しなかった。

金輸出再禁止を見込んでのドル思惑買いを防ぐため31年末まで日銀金利は引き上げられ、32年後半からの日本銀行引受による赤字国債発行の開始後は低金利政策への転換が図られた。31年秋のドル思惑買いの際を除きコール・レートは低下傾向をたどって債券投資が促され、同時にコール資金が債券流通金融に用いられて債券流通市場活性化に役立った。

日清戦争で得た賠償金を使って1897年に実施された金本位制は1917年に第1次大戦を契機として金輸出禁止により停止されたが、30年1月に金輸出を解禁し、金本位制のもとで物価引き下げ・国際競争力の強化・国際収支の均衡を目指してデフレ政策がとられた。しかしデフレ、29年の世界恐慌、31年の英国の金本位制離脱の影響で不況が深刻化し株式・生糸・米の価格が暴落した。そのため31年12月に金輸出は再禁止され、管理通貨制への転換が行われた。

36年にコール市場が逼迫して37年半ばにかけレートは上昇、債券価格は下落した。同年中央からのインフレ政策で金融緩和がもたらされた。39年9月には第2次大戦が開始されて資金需要が増加し、金融梗塞も引き起こされて債券は消化難となった。40年に緩和策がとられて、コール・レートは41年秋まで低下し42年以降は低位に固定された。政府短期証券（大蔵省証券）は30年12月にその発行規程が公布施行されて増発され、31年から32年にかけて入札が行われた。

31年からの高橋是清蔵相期では、32年3月の公定歩合引き下げで低金利政策が始まり、6月に赤字長期国債（歳入補填公債）の発行が決定され、1910年発行と同率の4分半利国庫債券が33年1月から発行された。32年11月からは日本銀行引受による4分半利国庫債券の発行もなされた。金解禁時における正貨の流出で正貨準備が激減してマネーサプライ減少をもたらした金融梗塞を起こしていたため、日本銀行引受は次のような経路での効果をねらっていた。すなわち、発行された国債を日

本銀行が引き受けて国庫預金が増加→予算執行により民間へ散布されて日銀券が増大し金融機関へ還流→日本銀行が手持ち国債を売却して日銀券を回収し財政資金を調達、つまり民間資金を潤沢にしてから市場操作で回収、とのルートでの効果である。

赤字国債の日本銀行引受による発行はわが国で初めてであり、中央銀行による全額の引受は外国にも例がなかった。従来は事業・軍事費・金融機関救済など特定目的の国債が発行されていたが、不特定支出の資金を調達する国債が発行されたのも初めてであった。

日本銀行は長期国債保有増による貨幣供給増さらにはインフレを避けるべく、32年12月以降、保有国債を市中に売却した。国債標準価格の設定や日本銀行による国債担保貸出しの優遇も与って国債は34年まで順調に消化された。

これらのうち国債標準価格は「国債の価額計算に関する法」により32年7月に設定され、保有される国債は流通市場で決まる時価ではなく国債標準価格か取得価格で評価してもよいことになり、価格下落が生じて償却費の計上を不要にした。日本銀行の国債担保貸出しの優遇は32年4月から行われ、公定歩合が一律・無制限に適用された。35年10月には短期資金の調達を容易にするために、市中銀行から国債の売り戻し約款付買入れが行われるようになった。しかし、35年後半には金融機関への資金需要が増大して、市中への国債売却が困難となって価格下落と金利上昇が引き起こされたため、公債漸減の方針がとられた。

25（大正14）年の預金部預金法により預金部改革が行われ、同時に郵便貯金資金の預金部預託の義務づけなどにより資金は増加して、大震災以降の不況期に国債投資は増加した。個人の債券保有は大正末期から、金融機関の保有は第1次大戦後から昭和初めにかけて、それぞれ増加した。

§2-3 戦時期

1936（昭和11）年2月の2・26事件の後、

増大する軍事費を賄うべく公債漸減主義は放棄され、国債を円滑に消化するために低金利政策が続行されて空前の低利である3分半利公債への借り換えが行われた。37年7月の日華事変後には臨時軍事費特別会計設置を契機として国債発行が急増し、さらに41年12月の太平洋戦争勃発で激増した。起債目的別では軍事国債が最大で赤字国債も大きなウエートを占め、鉄道・通信・外地事業などの事業国債のウエートは低下していった。40年度から政府出資のために3分半利公債が発行され、南満州鉄道、日本製鉄や新設の国策会社、営団、金庫への出資を賄った。

37年10月にシ団が3分半利の北支事件公債1億円の引受を行ったが、民間企業の設備投資資金への需要増のため金融市場にさらなる梗塞が引き起こされたこと、国債発行準備時の同年8、9月に株価暴落が発生したこと、国債発行が巨額になる見通しがあったことから、その後は日本銀行と預金部による引受が行われた。民間部門の引受可能額以上に発行して預金部に依拠する方法はこの時始められた。

37年1月の輸入為替管理令公布などにより日本経済は統制化へ向かった。同年9月に施行された臨時資金調整法により資金を統制して全ての起債について調整が行われた。40年10月に銀行等資金運用令が公布され、12月には起債計画協議会が発足した。

証券会社への売りさばき取次制度や国民への奨励策などにより、日本銀行引受のうちかなりの部分(33~38年度ではほぼ70%以上)は銀行以外も含む民間に売却された。

臨時資金調整法が37年9月に施行されて国債の消化が優先され、金融機関には半強制的に引受・割当がなされた。消化を促進するべく日本銀行の国債担保貸付利率の引き下げも行われた。つまり公定歩合を下げ、国債担保貸付の利子歩合を商業手形割引歩合と同一にした。日本銀行借入れが国債利回りより低利となり、国債担保貸付が急増して国債の売

却減をもたらし、国債の価格維持と発行・消化が容易になった。日本銀行は取引先銀行の国債保有増に対処するために国債の買入れも行った。

金融統制の強化とともに国民への貯蓄奨励と国債の引受勧誘が進められた。大規模な貯蓄奨励運動を進めるべく41年6月に国民貯蓄組合法が施行され、43年6月の国債郵便貯金制度により国民にも半強制的に貯蓄と国債購入が奨励された。さらに国債の消化も推進された。

§2-4 国債の引受状況

§2-4-1 預金部と公的部門

1875(明治8)年に創設された郵便貯金の資金は1878年から大蔵省国債局への預け入れが開始された。預金部制度は、1885年の預金規則の制定で大蔵省預金局が設置されて発足した。1890年には預金局預金特別会計法(中央備荒儲蓄金・預金局預金・郵便貯金預所貯金・郵便為替金二関スル特別会計法)が成立し、預金部を資金の安全な保管機関と位置づけた。政府預金の事務は同省主計局、続いて理財局へと継承され、1925(大正14)年の預金部預金法制定とともに預金部が正式に設置された。

預金部資金の運用先は当初国債のみであったが、1902年に外国国債(支那債券)の購入を始めた。06年以降、資金は地方還元された。預金部が特殊銀行の債券である勸業債(日本勸業銀行発行)・興業債(日本興業銀行発行)などと地方債を引き受けたため特殊銀行は融資(ひも付き融資)を行った。25年に預金部への預託が義務づけられた郵便貯金の増大、後述の簡易保険の余裕金・積立金や郵便年金の預金部預託などの結果、預金部資金は増加して大震災後の不況期に地方還元を行うとともに国債投資も増加した。預金部資金の運用先は国債・金融債の引受の他、地方債引受、地方団体貸付などに広がり、金融債の引受は地方債引受、地方団体貸付とともに地方還元をもたらした。

20年の反動恐慌から27年の金融恐慌までの時期には震災手形損失補償公債などの交付債が増発され、他方公募債の募集は不振で、預金部引受と郵便局売出しに依拠した。28年度を例外として25年以降シ団引受が中止されたため預金部による引受は増加し、29～36年のシェアは10%超となった。特に、29～31年は国債価格維持のため買入れを増した。37年10月にシ団引受が行われたが既述のように成功せず、それ以後は日本銀行と預金部による引受が行われた。預金部の資金運用は国債が中心で運用全体に占めるウエートは急増し、36年において約40%、45年では70%に達した。

預金部以外の公的部門では、国債整理基金特別会計が1906年に創設され、27年に特別会計法が改正されて国債保有が可能になった。簡易保険は16年に創設され、その積立金は19年に運用が開始された。対象は国債などであり、43年からは預金部への預託が始められた。余裕金は21年から預金部へ預託された。

27年の金融恐慌を経験して中小金融機関から郵便貯金に資金が流れた。加えて、奨励策がとられ41年には定額貯金が創設されたこともあいまって郵便貯金は増大した。さらに郵便年金が26年に創設され、余裕金は26年に国債への運用などとともに預金部への預託が開始され、積立金も28年から国債への運用が始まり43年には預金部預託となった。なお、公的部門の国債保有シェアを預金部と簡易保険・郵便年金で見ると戦前期までは20%未満、戦時期で20～30%台であり、必ずしも大きくはない。

§2-4-2 民間金融機関

民間銀行等は引受業務として、まず社債・地方債の引受を1897（明治30）年頃から開始した。資金力のあった銀行はこれらの債券発行を仲介する、総額を引き受け（総額引受）その後一般に売り出す、または募集の委託を受け残額が生じたら引き受ける（引受募集つまり残額引受）ことなどを行った。

国債の引受については、日露戦争直前の

1904（明治37）年1月に国庫債券（5分および6分債）の発行について政府・日本銀行が民間銀行と発行条件を協議した。協議の論点は、発行の総額の決定、国債利回りと銀行預金利率の高低比較、民間経済に激変を与えないように募集を分割して行うこと、などであった。併せて日本銀行が国債担保貸出しに優遇措置を講ずることも提案した。銀行に引き受けさせようとした背景は、銀行の資金力が増大したこと、金融が緩慢で市中銀行に資金がだぶついており、かつ国債相場は保持されていたことであった。日露戦争後、戦費不足分を調達するために特別5分利公債（臨時事件公債）を発行した1906（明治39）年1月にも発行条件の協議が行われた。

1910年に国債引受シ団が発足した。従来の5分利以上の公債を借り換えるために4分利公債が同年2～3月に2回発行された際、日本銀行が一部を引き受けた。同時に、民間銀行を代表する第一、住友など普通銀行13行と、横浜正金・日本興業の特殊銀行2行は発行条件を審議し、公募の応募分が発行額を下回る場合に不足分を引き受けるという引受募集を行うべくシ団を結成した。シ団は、国債の公募発行と借り換えが行われる際に大蔵省が条件等についてシ団と協議することを要望し、政府がこれを受け入れて以後の慣行となった。各回の発行1億円のうちシ団の引受額は第1回7,500万円、第2回8,750万円であった。

1925年以降28年度を除き新規債の公募は中止され、借り換え債はシ団の要求を入れて従来よりも短期化して公募された。民間銀行は市場で国債を購入して保有シェアを増大させた。民間銀行のシェアは約30%であるが、これは金融恐慌前後から預金が大銀行に集中し、銀行が集まった資金をリスクの少ない国債投資に向けたためであった。民間銀行は金融解禁後の金利上昇・債券価格下落を見越して国債を売却し、シェアは30、31年にかけて低下した。

32年に信託会社がシ団に加入した。その後

シ団のシェアはわずかに増大して36年がピークであった。保険会社、産業組合系統などのシェアは時間の経過とともに逡増した。37年10月にシ団が国債の引受を行ったが、その後は前記のように日本銀行と預金部のみが引き受けた。

§2-5 国債流通市場

株式取引所は1878(明治11)年に東京・大阪に開設された。そこでは主に債券が取引されたが、店頭取引はそれ以前から行われていた。戦間期にはコール・レートが低下傾向をたどって債券投資を促すとともに、コール資金が債券流通金融に用いられて債券市場の活性化に役立った。1919(大正8)年に国債仲買人制度が新設され、20年9月には東京株式取引所に国債市場が分設され、国債流通市場は活発になっていった。

差金決済を行う長期清算取引は板寄せとザラバの折衷方式による単一値段競争売買であり、一定値段売買法ともよばれた。これは2か月3限月制、売買期限は2か月で、2か月を20日ずつの3期に分けて当限・中限・先限の3種の売買が行われた。受渡日は奇数月が11日、偶数月は1、21日であったが、31年12月22日以降、奇数月が15日、偶数月が5、25日となった。受渡日が日曜の場合は前日に繰り上げた。受渡日では後場は休場した。売買単位は1万円、呼び値の単位は100円で、決済は現物受渡か差金決済によった。

20年の国債市場分設後、25年の長期清算取引開始も与って債券取引高は著増した。30年までは実物取引の取引高が長期清算取引を上回ったがその後逆転した。28年後半以降金解禁に伴う金融逼迫への懸念から債券価格が下落したため、29年後半から翌年前半まで価格維持策が講じられた。売買高が28年に増加したのは金融恐慌にともない金融が緩和され、金利低下と遊資流入があつて国債価格上昇をもたらしたためであり、31年頃の増加は資金偏在、株価下落で資金運用難から国債が高騰したことによる。32年頃以降の低金利政策で

利回りは低下し、とりわけ新発債利回り低下が顕著であつて36年頃まで既発債への需要が増加した。39年頃からは利回りの低下・固定化がさらに著しくなつた。なお、店頭市場では実物取引(決済期限2週間)のみが行われた。これは大量売買の場であり取引量は取引所取引の数倍あつた。

戦時期においては国債流通市場にも統制が及んだ。32年9月の臨時資金調整法の施行以後、起債市場は全般に統制され、発行条件が固定された。政府の価格支持政策により流通価格も下方硬直性を帯びるようになった。38年から国債発行額が急増したが市場での売却は抑制された。金融緩和に伴い39~40年の取引は盛況となつて取引所の取引高は40年にピークを迎え、その後はとりわけ長期清算取引が減少して43年には廃止された。なお、取引所外の取引は43年頃も活発であつた。

§3 国債以外の債券

§3-1 明治期から戦間期までの債券発行と引受

地方制度では市町村制、府県制などの整備が進み、1889年に最初の地方債として長崎市水道公債が発行され、外貨地方債は神戸市水道公債の募集がロンドンで1899年に行われた。日露戦争後の金融緩和時には社債とともに地方債の発行が急増した。

1890年に公布された商法に基づいた「商法第206条ニヨリ発行スヘキ債券ニ関スル件」の規定によって最初の社債がこの年に発行された。1900年頃(明治30年代)以降は産業発展が進み社債の発行が増加した。1903年に京釜鉄道債が、07年には南満州鉄道(満鉄)の外貨債がそれぞれ政府保証付で発行された。05年に外資の導入を促進するべく担保付社債信託法が公布され、担保付社債の発行が可能になった。さらに11年には商法に社債の委託募集等の規定が新設された。

明治30年代には農・工業のために長期資金を供給する金融機関が必要となつて特殊銀行

が設立され、金融債を発行した。1897年に農・工業振興のための不動産抵当貸付を行う日本勧業銀行が発足して利付の勧業債を1898年から発行したが、これはその後発行された他の金融債と異なり割増金付（勧業小券）であった。次いで農工銀行が1898年から各府県に1行ずつ設立されて1899年から農工債を、1900年設立の北海道拓殖銀行が05年から拓殖債を、02年に動産（株式）抵当貸付を行うべく設立された日本興業銀行が同年から興業債を、それぞれ発行した。これらは大蔵省預金部によっても引受が行われ、02年に興業債、05年には勧業債がそれぞれ引受の対象となった。さらに18年設立の朝鮮殖産銀行が翌年から朝鮮殖産債券を発行し、23年に設立された産業組合中央金庫（43年農林中央金庫と改称）は産業債券を25年度から発行、36年設立の商工組合中央金庫は商工債券を発行した。

金融債の募集法としては直接募集、または他の銀行による募集の取扱い、あるいは証券業者による引受・募集の取扱いが行われた。12年には簡略化された手続きを用いて発行者が債券を売り出す売出發行が開始され、それまでの利付債とは異なり割引債も20年から発行が始まった。

引受業務としては、社債・地方債の引受（総額引受）が大きな資力を持つ銀行によって1897（明治30）年頃から開始され、1903年に社債の引受シ団が組織された。担保の受託も銀行がほぼ独占した。10年の国債引受シ団の結成に続いて11年には地方債などにもシ団が組織された。社債・地方債に対しては証券業者の元引受もなされた。

預金部は国債・外国国債の購入に次いで1910年には地方債を引き受けた。預金部の運用先は地方債引受、地方団体貸付の他、国債の短期運用などにも拡大した。かつ、預金部に預託されていた郵便貯金資金は地方から集まっていたため預金部資金の地方還元が課題となり、そのために特殊銀行などが地方団体に融資する際に預金部が特殊銀行の債券を引

き受けるという方法が採用された。特殊銀行債券の引受は02年に興業債から始まり、05年から勧業債に及んだ。日本勧業銀行は日露戦争時の04年に貯蓄債券を政府から受託して発行し募集金を預金部に預け入れたが、貯蓄債券を消化するために05年に勧業債券は発行中止となって同行が資金不足に陥ったので預金部が勧業債券を引き受けた。この債券は市場性を持たず「特殊債券」と呼ばれた。06年以降の預金部の地方還元や内地企業救済、対外貸し付け（ともに日本興業銀行・日本勧業銀行などを經由）などのひも付き融資の際にも債券の引受が行われた。

大正から昭和初めの戦間期に債券市場は拡大し活発化した。低金利政策、起債市場の整備、シ団引受の増大によって社債は地方債とともに発行額が増加して1934年上半年に最初のピークとなり、外資と預金部の資金がそれを支えた。37年の日華事変前までは遊資増の金融機関が社債への投資を増やし、加えて低金利下で借入れ金が社債に切り替えられた。

§3-2 戦時期の債券発行と引受

戦時期には各種の統制が加えられることになった。高橋財政で採られていた公債漸減主義は1936（昭和11）年の2・26事件後に放棄されるとともに低金利政策が採用された。37年1月に輸入為替管理令が公布され、9月に設備資金を統制して軍需産業の育成をはかるべく臨時資金調整法が施行されて統制経済へ向かった。38年1月には起債の条件・時期を日本銀行と相談することが必要となったが、重化学産業、軍需産業、国策会社と新設された営団・金庫などの債券発行は優遇された。同年5月に社債権者集会制度の導入と募集の受託会社の権限を明確にした商法改正法が公布された。39年の第2次大戦開戦の後、梗塞状態に陥っていた起債市場を改善するべく起債の計画化が40年10月に実施された。同年12月には大蔵省・企画院・日本銀行・日本興業銀行がメンバーとなって社債の起債計画協議会が設立された。

この時期には日本興業銀行の戦時金融機関としての役割が高まった。興業債は臨時資金調整法によってその発行限度が拡張されるとともに金資金特別会計による買入れも行われ、40年からは社債の計画的消化の一環として資金に余裕があった地方銀行へ割り当てられた。他に産業組合中央金庫・貯蓄銀行・庶民金庫・共同融資銀行も引き受けた。42年2月から全ての興業債に政府保証が付けられ、国策会社と特殊会社の社債の元利払いも政府保証付きとなった。庶民・恩給・国民更正・戦時金融・南方開発などの新設諸金庫も金融債を発行した。

地方債は中央政府のコントロール下に置かれ、預金部などの官庁引受ウエートが増大したが、37年9月に不要不急として抑制する方針が閣議決定された。38年2月に発行の条件と時期を日本銀行と相談することが必要となり、同年8月に発行は原則として認可しないとの通達が出され、以後発行額は急減した。預金部の資金運用でも地方資金の比重が減少し、33年度において全運用額の45%であったのが41年度に17%、45年度は5%になった。

第2章 戦後債券市場の変遷

§1 はじめに

本章では、戦後の公共債の変遷を発行市場とりわけ引受を中心にして巨視的に概観する。第2節では各種の債券市場の高度成長期までの状況を概観する。第3節は公共債の発行市場と発行条件を主として1970年代以降について検討する。第4節以下では引受について調べるが、まず戦後における政保債、地方債の引受状況を検討し、第5節でとりわけ75年以降の大量発行期の国債の引受を中心に調べる。

§2 高度成長期までの債券市場

§2-1 公共債

復興期はインフレで始まった。この時期に

においては、復興金融金庫（復金）の融資による傾斜的資金配分と人為的低金利政策（信用割当）から間接金融優位の構造が強固なものになった。金融制度の大変革は実施されなかったが、特殊銀行は再編が行われた。

債券市場では、45年11月、46年1月などに出された連合国軍総司令部（GHQ）の財政に関する「覚書」と47年3月公布の財政法第4条において発行しないことが定められていたにもかかわらず、長期国債が発行された。従来は3分半利国庫債券が主であったが、48年6月から4分利の電話国庫証券が発行され、戦時補償、農地改革のために交付国債も発行された。

ドッジ・ラインで国債不発行主義がとられて50年度から国債発行額は急減したが、なお50年1月から5分半利国庫債券が発行された。53年度に特別減税国債が発行され、52年度からは借換債の発行も始まり65年度まで5分半利国庫債券が借換にあてられた。またIMF等への出資、戦後処理、農地改革のために交付国債が発行された。その他に政府短期証券（FB）として、戦前から発行されていた食糧証券、46年度以降発行の大蔵省証券なども日本銀行による引受で発行された。

この時期の債券市場を特徴づけるのは47年2月から発行された復興金融金庫の債券（復金債）である。復金債は発行額の約7割が日本銀行によって引き受けられた。残りの民間引受分は金融機関に強制的に割当てられたが、貸出しの担保としてあるいは買入れによって日本銀行が吸収した。クーポン・レートが金融機関の資金コストで決定され市中金利とかけ離れていたこと、49年6～8月には日銀オペに使用されたことから、流通市場は存在しなかった。復金債は復金融資とともにインフレを惹起したため、インフレ収束をはかったドッジ・ラインで49年3月に発行が禁止され、融資も同年10月に停止された。

赤字地方債は地方財政法で発行が禁止されたが、地方財政の赤字増のため後記のように

公募地方債の発行が52年8月に再開された。地方債の一部は発行がほとんどなかった国債の変形としての役割を担った。52年6月から既に行われていた日本銀行の適格担保制度のもとで貸出しの担保として優遇された。

46年9月の「法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律」によって廃止されていた政保債も、平和条約発効（52年）後の53年8月に施行された「鉄道債券及び電信電話債券等に係る債務の保証に関する法律」によって特例として再開された。国鉄と電電の2公社が7年債を発行した際、元利払いに政府保証が付けられた。政府保証が付いたので証券取引法65条が適用されず銀行が引受に参加でき、引受は後記のように形成されたシ団が担当した。政保債は53年度から作成された財政投融資（財投）計画の原資を構成し、その後もさまざまな公社・公団・公庫や特殊法人によって発行された。50年代後半から地方債とともに増加し66年の長期国債発行までは公共債市場の中心であったが、その後ウエートは減少していった。

電電債には政保債の他に加入者引受債、公募特別債、非公募債（縁故者引受債）などの種類があった。公募特別電電債は電電公社の資金調達を多様化するために72年9月から発行され、証券会社が引受シ団を形成した。応募が発行総額に足りない場合はシ団メンバーの証券会社が引き受けた。非公募電電債は政府、つまり簡保資金と資金運用部資金による引受と、電電公社共済組合等の縁故者引受が行われた。

66年1月に一般会計の赤字を補填する国債（特例国債）として長期国債（7年物6分半利国庫債券第1回）の発行が再開され、建設（4条）国債（7年物6分半利国庫債券第2回）も66年度以降発行された。その引受は資金運用部と、政保債の引受方式を修正したシ団とによって行われた。

§2-2 金融債

1945年11月に戦後初の利付金融債である勸

業債が公募発行され、続いて割引金融債（興業債）も46年12月に発行された。日本興業銀行は48年12月に債券発行を行う長期金融機関になり、49年1月に割引債、9月に利付債をそれぞれ発行した。50年3月に施行された「銀行等の債券発行等に関する法」にもとづいて旧特殊銀行（日本興業銀行、日本勧業銀行、北海道拓殖銀行）と商工組合中央金庫、農林中央金庫が金融債を50年6月に発行した。起債市場の不振を補うためこれらは大蔵省預金部によっても50年12月から引き受けられた。

社債は起債調整がなされたが、金融債は証券会社による公募が行われなかったという理由で起債調整の対象外であった。国債は発行されていなかったため債券の中心は51年以降社債から金融債へ移行し、同年4月に大蔵省預金部から改組された資金運用部は金融債の引受と買い上げを行った。資金運用部はその後民間金融の量的補完を行っていたが、53年度開始の財投に重点を置くようになったこと、簡易保険資金が資金運用部から切り離して運用されるようになったことなどにより55年6月に金融債引受をいったん停止した。しかし、電力融資対策として61年度に引受を再開し、以後も政策金融のために継続した。

さらに、普通銀行に転換していた旧特殊銀行のうち日本興業銀行は52年12月施行の長期信用銀行法により長期信用銀行に転換し、同時に日本長期信用銀行が設立された。これらと商工組合中央金庫・農林中央金庫は、57年4月設立の日本不動産銀行と46年12月に横浜正金銀行の後身として設立され54年8月に外国為替専門銀行に転換した東京銀行とともに金融債の発行を開始した（東京銀行は62年7月から発行）。東京銀行のみ3年債の利付金融債を、他機関は55年11月に3年債を5年債に改定して発行した。同月に国債等も5年から7年へと延長された。割引債は1年債を全機関が発行した（東京銀行は70年6月から）。

50年代後半以降に金融債の直接発行が始まった。まず割引債は57年4月から債券の募集

総額を確定せずかつ発行者自身が売り出す売
出方式を取り、従来、発行者自身が募集事務
を行う直接募集のみであった利付債も69年7
月から事業会社・個人向けに売出方式が開始
された。

§2-3 社債

1945年に発行が再開された社債は主として
銀行の引受に依存していた。起債市場では当
初育成策が取られたが、すぐに起債調整へと
切り替えられた。50年代後半には債券市場に
おける社債のウエートは減少した。後述のよ
うに債券流通市場は東京・大阪の両証券取引
所で56年に再開されたが、加入者引受電債
以外の取引は低調であった。

改正証券取引法の65条は48年11月に施行さ
れて社債の引受（募集の取扱と残額引受）が
証券会社の業務となり、銀行等金融機関の業
務は公共債の引受と受託、社債の受託（発行
の助言等発行の助成と社債権者の保護）に限
定された。

戦後の社債の新たな種類としては転換社債
とワラント社債（新株引受権付社債、81年導
入）がある。転換社債は38（昭和13）年の商
法改正で導入されたものの額面転換社債が初
めて公募発行されたのは49年4月であり、発
行額は多くなかった。

60年代後半以降も、企業の内部留保が増え
たこと、設備投資が低迷したこと、起債調整
が行われたことなどで社債発行は増えなかつ
たが、規制がなかった転換社債の発行は増加
した。米国市場において62年9月に日本企業
による初の時価転換方式発行が外貨建転換社
債として実現し、転換社債のイメージも改善
された。国内では66年9月に時価転換社債の
発行が開始された。

§2-4 債券の引き受け手

債券の引受側のうち公的部門では、51年4
月に大蔵省預金部が資金運用部へ改組され、
資金運用部特別会計が郵便貯金特別会計とと
もに創設された。財政投融资計画が53年度か
ら作成され、その財源は資金運用部資金が主

であり、他に簡易保険資金、産業投資特別会
計からの資金、政保債と政府保証借入れで構
成された。

簡易保険資金は簡易生命保険及び郵便年金
特別会計の積立金であって、52年度から自主
運用された。運用先は資金運用部資金のそれ
とほぼ同じであり、最大の対象は政保債を含
む公社・公団・公庫債と地方公共団体貸付で、
両者合計して52年から80年代まで約50%の構
成比であった。なお、期間5年以上の長期運
用の部分は余裕金を積み立てた運用原資のう
ち約10%（60年代）であり、これは財投計画
に組み入れられて財投の原資となっていた。

日本銀行は62年の新金融調節方式導入の
後、政保債の条件付オペを開始した。66年
には市場価格による無条件オペに移行し、買
入れ先としてそれまでの銀行、長期信用銀行、
外国為替銀行、相互銀行、全国信用金庫連
合会の他に証券会社を加えた。同行は財政法
の規定で新発国債の引受を禁止されているが
市中にある国債の買入れは可能であり、成長
通貨供給の手段として国債買い切りオペを67
年2月から実施し、その後国債をオペの主たる
対象とした。この時買入れ先に農林中央金庫
を追加した。69年には国債の条件付買入れを
開始した。

民間金融機関では、制度変更があった前記
の特殊銀行の他に、信託会社が信託業務を兼
営する普通銀行に、貯蓄銀行も普通銀行にそ
れぞれ転換した。加えて、無尽会社が相互銀
行に、市街地信用組合と産業組合が信用協
同組合に改組し、さらにそれらの一部が信用
金庫になった。

§2-5 流通市場

債券の流通市場では55年8月に加入者引
受電債の気配交換取引（店頭集団取引）が開
始され、56年4月には東京・大阪の両証券
取引所で債券売買が再開された。店頭市場の
気配交換も同月開始されたが、取引所・店頭
とも売買は活発ではなかった。61年10月に東
証等の株式市場第2部が発足して加入者引受電

電債は上場され、気配交換取引は停止された。加入者引受電債は昭和30年代の流通市場の主演であった。なお、電債以外の債券売買は不振であったため62年4月から66年2月まで取引所での債券取引は停止された。

61年1月に公社債投資信託が発足し、62年11月には日本銀行の新金融調節方式で債券の条件付買オペが開始されて、債券が流通市場で取引される途が開かれた。63年に国債・利付金融債・地方債もオペ対象に加えられ、66年には市場価格による無条件オペに移行し、買入れ先も従来の銀行等の他に証券会社、全国信用金庫連合会が追加されて、債券市場と金融市場・金融政策との関連が深まった。

債券流通市場の整備は進展していった。取引所取引の再開準備のため、日本銀行が要請して店頭気配価格の発表が65年に開始された。8月に公社債引受協会が社債の店頭気配の発表を始め、12月からは政保債、地方債、金融債についても行われるようになった。国債発行再開後の66年6月に公社債引受協会に代わって東京証券業協会が国債気配の発表を始めた。停止されていた東証と大証での公社債取引は66年2月に再開され、同年10月には国債が戦後初めて上場された。

66年1月に長期国債の発行が再開され、その発行条件は「金利体系」に従う人為的な低金利であった。67年2月から発行1年後に日本銀行が国債をオペ対象にして銀行・証券会社から買入れを行ったこと、国の国債費増大と投資家のキャピタルロスをさけるべく証券会社が協調買いを行って人為的に価格維持策を取ったことから、流通市場は事実上存在しなかった。

§ 3 低成長期以降の公共債市場

§ 3-1 発行市場の推移

高度成長期には人為的低金利政策がとられて規制的な「金利体系」が形成されていたが、国債大量発行期においては、多くの国債を引き受けていた都市銀行等の金融機関が低利回

りに反発を強め、低利回りはまた個人消化の障害にもなった。そこで、70年代後半には引受金融機関が売却損を被らないように、国債の発行条件は後記のように弾力性を増し流通市場での実勢を尊重して改定されるようになった。

70年代末に至って79年5月のCD発売を契機に預金金利自由化が開始された。80年1月から中期国債ファンド、85年4月に大口MMCがそれぞれ販売され始め、80年代後半以降は金利自由化が本格化した。国債を含む公共債の発行条件も順次弾力的になったが、発行側と引受側の望む条件とがなおお合致しないことがあり、80年代には休債がたびたび発生した。発行条件は90年代には毎月のように改定されるようになった。

国債の発行方法についても後記のように新たな試みが様々になされた。78年に3年物利付国債へ公募入札が、89年に10年物長期利付国債へ部分的競争入札がそれぞれ導入されてシ団引受の割合は徐々に低下し、2006年4月にはゼロとなった。77年から種類と年限の多様化が始まり、さらには83年から銀行窓販、85年から先物・オプションといったデリバティブ取引も行われるようになった。その後、財投改革が行われて2001年4月から財投債が発行された。

政保債・公募地方債は80年代に入って弾力化されつつあった国債の発行条件との連動を強め、81年9月から発行価格が国債の0.5円高、クーポンが国債の0.1%高となった。しかし、発行価格の連動は85年4月に停止され86年4月にはクーポンの連動も終わって「金利体系」は崩壊していった。

国債・政保債のBISリスク・ウエートは当初からゼロであった。これに対し、地方債のそれは各国の自由裁量とされ、諸外国がいずれも地方債のリスクを国債より高く評価したためわが国でも88年12月に10%と決まり、その差を反映して発行条件にも格差が生じるようになった。94年1月に自己資本比率算定

法の改正で地方債のリスク・ウエートはゼロとされて格差のルールはほぼ崩れた。これは93年度に景気対策のために地方債が大量発行されたことが背景であり、リスク・ウエート引き下げの根拠は、制度上地方債の元利償還に不安がないこと、過去に地方自治体がデフォルトを起こしたことがないことであった。

さらに2002年4月からは流通価格の差を反映して公募地方債の銘柄間にも発行条件差が発生した。なお、縁故地方債は公募債とほぼ同じ条件で発行されたが、時期により公募債と差が付くこともあった。

§3-2 発行条件と休債

70年代後半に国債の大量発行が始まった。従来行われていた日本銀行の買オペでは全額を吸収することはできなくなったので、77年春に金融機関保有国債の市場への売却が解禁され（「国債流動化」）、流通市場が実質的に生まれて流通利回りが形成されるようになった。その後、市場実勢を反映する流通利回りの影響を受けて発行条件の一層の弾力化が進展した。

発行や売買にも以下のように入札方式がとられて市場実勢がより反映されやすくなり、金利自由化にはずみがついた。78年1月に資金運用部が保有国債を入札方式で市中に売却した。日本銀行は同年6月に従来の割当方式から入札方式に変えて国債オペを実施し、81年5月にはFBの市中への売却を再開したが、流通量を増やすべくほぼ実勢レートでの単純売り切りを行った。78年6月に3年利付債が初の公募入札方式で発行され、2年債が79年2月から、4年債も80年6月からともに入札での発行が始められた。

にもかかわらず、発行側である大蔵省・自治省の希望条件とシ団の要求する条件とが合致しないことがあったため、以下のような休債が国債についてはとりわけ80年代前半にたびたび行われ、他の債券でも80年代後半まで続いた。

まず81年6月から8月までは米国の金利高

から日本国債の流通利回りが上昇したが、大蔵省は金利全体への波及をおそれて条件を合わさず国債は3か月間休債となった。8月は政保債・地方債も休債となった。これ以降も、債券増発懸念、米国の金利高と円相場下落などから市場価格が下落（利回りは上昇）したが、景気への影響を考慮して発行利回りを上げることができず休債となるケースが続出した。こうした経緯を受けて国債の発行利回り（応募者利回り）は徐々に弾力化され、その変更回数は83年度までは各年度5回以下であったのが84～87年度には年度あたり8回ないし11回に増加した。

さらに、従来の「金利体系」に反して利付金融債の発行利回りが国債のそれを下回る「金・国逆転」が79年3月に発生し、81年5月から84年8月までは利付金融債と国債のクーポンが等しい状態が続いた。83年3月に事業債（社債）のうちAA格企業担保付の応募者利回りが国債の応募者利回りよりも低くなる「事・国逆転」が発生し、88年7月には8月発行の10年物政保債の応募者利回りが地方債とともに5.075%となり、信用度がより高い国債の利回りを初めて下回った（「政・国逆転」）。

§3-3 流通市場

流通市場の整備は進展した。70年代前半には金融債や非公募地方債を中心に急増し現先取引も増えた。70年代後半に国債気配の発表が充実していった。77年1月に日本証券業協会が標準気配（個人投資家向け、従来の方法で、週1回）と指標気配（大口ロットのレートで機関投資家向け、週3回だが同年7月から毎日）に分けて発表することになった。77年春に国債流動化が行われたが、その後も95年9月まで一部の売却制限が存続した。国債売買が増大するとともに現先取引は相対的に減少した。東証で国債大口取引が79年4月に始められたこともあって取引所取引は増大したが、98年12月の取引所集中原則の廃止により減少した。

公共債のディーリングは84年6月に都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行と農林中央金庫が開始し、84年10月に外国銀行、85年6月に相互銀行、86年6月に信用金庫がそれぞれ参入した。ディーリングは金融機関の重要な収益源となり、商品を長期間保有することなく短期で売買益を狙うことができた。加えてディーリングは流通市場の拡大をもたらした。特にディーラー同士で売買する業者間売買のウェイトが増加し、87年度では国債全体の売買高の9割近くにも及んだ。このため、発行量が多く流動性の高い銘柄（指標銘柄）に人気が集中して他銘柄より割高に買われる傾向が強まり、それ以外の銘柄に比べ3円以上の価格差を生じることもあった。かつては恒常的な売り手であった都市銀行、地方銀行もディーリング開始により80年代半ばには買越しに転じた。

長期国債の指標銘柄は業者間の取引において80年代前半に自然発生したものであり、その要件は市中向け発行量が多く流動性が高いこと、残存期間が長いこと、クーポン・レートがある程度高いこと、保有先に偏りがなく、流通利回りが新発国債のクーポン・レートに近いことなどであった。その後、市場で取引の分散化が進み特定の銘柄に集中しなくなったこと、長期金利はその時々において残存期間が最も長い債券（最長期物）の利回りであるべきと考えられるようになったことなどにより、指標銘柄は99年3月に廃止となった。

流通市場の整備では次のような動きもあった。89年度に債券貸借市場が発足、東京証券取引所で90年に債券先物オプション取引が開始され、国債の移転登録と資金決済を同時に処理できる日本銀行の債券・資金同時決済（DVP）システムが94年から稼働した。95年に日本相互証券が従来の5・10日決済を廃止して約定日から8営業日目（T+7）に決済するローリング決済に移行した。

§ 4 政府保証債・地方債の引受と入札

§ 4-1 政保債の引受

戦後の政保債は53年から発行されており66年の国債発行以前には債券市場の中心的存在であったが、その利回りは規制下の「金利体系」と整合的に設定された。53年の応募者利回りは7.434%で事業債の8.973%よりもかなり低利であった。かつ戦後は53年に新しく発行され始めたためなじみが薄かったこと、1銘柄としては発行ロットが大きかったことなどから消化が懸念され、日銀貸出しの担保とされたほか、以下のような引受シ団による消化も行われた。民間資金を利用しようとしたが個人・事業会社の消化は期待できず、金融機関に頼るほかなかったためである。

政保債の引受は間接発行の引受募集方式により、銀行（都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、信託銀行）、証券会社等の主要金融機関を網羅し53年8月に発足した引受シ団により行われた。戦前の国債シ団に含まれなかった業態のうち保険会社は戦後の政保債シ団にも参加しなかったが、地方銀行と証券会社は参加した。引受シェアは資金量に基づいて決定された。証券会社は66年度まで残額引受の責任を持たず、67年度から残額をシ団外で消化する責任を負うことになった。59年度から投資信託に政保債が組み入れられ、61年1月には公社債投資信託が発足した。

政保債の発行と引受の推移を期間区分すると次のとおりである。まず53年の発行時は全額が公募されたが、56年10月に別口引受制度が開始された。62年から65年までの増大期では62年11月に日本銀行の新金融調節方式が開始され、政保債は買オペ対象になった。66年以降の国債との併存期において、70年代半ばまで発行額は増加せず、70年後半からは国債と歩調を合わせて増加した。

別口引受には、(1)56年10月から59年3月まで行われた事前別口引受、(2)59年4月から62年5月までの事後別口引受、(3)その後66年度までの（狭義の）別口引受がある。これらの

変更は、募集取扱手数料を応募者により多く支払う（「戻す」）ことによってシ団銀行により多く応募させるためになされた。

別口引受の他に、シ団外公募分以外の消化は以下のようないくつかの方法にも依ったが、これらは97年度でほぼ廃止された。まず政策協力消化は63年度から行われ、相互銀行、信用金庫、農林中央金庫、生命・損害保険会社、共済組合（農林共済等）に依頼した。調整年金（厚生年金基金）には67年度から各年度積立金の一定割合を新発債の購入に充てることを義務づけた。別枠消化は78年度以降、政策協力消化と別枠で余資金融機関や共済組合に依頼したもので、消化額は年度ごとに交渉で決めた。

§4-2 政保債の入札

98年度から公営企業金融公庫と中小企業金融公庫が受託会社と引受幹事を別々に競争入札で選定した。発行体に最も有利な条件を応募した金融機関が受託会社や引受幹事となった。

§4-3 地方債の引受

地方債（貸付を含む広義）は政府の「地方財政計画」に基づいて許可制により起債された。地方財政計画に基づく地方債計画は地方債の許可予定の枠を一般会計債、公営企業債、特別地方債に分け引受原資の枠も示す。引受原資の内訳では政府資金（資金運用部、簡易保険、年金）と縁故資金が多く、他に公営企業金融公庫の資金もあるので、市場公募分はほとんどの期間で10%前後しかなかった。

戦後の地方債発行は46年から始められたが非公募であった。公募が52年8月に再開された後、発行団体は順次拡大した。公募地方債は間接発行の引受募集方式で発行される。シ団引受は銀行が受託会社となり、銀行と大手証券会社がシ団を形成する。起債調整を行っていた起債会が存在していたときは引受の承認を起債会から得ていた。募集の取り扱いは83年3月までは証券会社のみが、83年4月の公共債の窓販解禁後は銀行も行い、販売だけ

を担当する取次証券会社もあった。証券会社のみが募集を行うことと取次証券が存在することは政保債の狭義の別口引受と同様であった。売れ残りは募集取り扱い証券会社と、83年4月からは銀行も引き受けた。

次に縁故地方債の引受には、少数の金融機関が引き受ける直接募集方式と多数の金融機関がシ団（「縁故シ団」）を形成する間接募集の総額引受方式がある。発行量の増加につれて70年頃から単独引受が困難になってシ団を形成した上での引受が多くなり、公募債の引受形態に近づいている。縁故債の発行は90年代に著増し、公募債は70年代後半と90年代に増加した。量的には縁故債は公募債の2倍程度発行されている。

なお、日本銀行の適格担保制度のもとで貸出しの担保として使用される貸付適格担保に地方債も順次指定された。まず発行が再開された公募地方債が前述のように52年6月に、90年4月には起債額30億円以上の大口の縁故地方債が、それぞれ指定を受けた。

§5 低成長期以降の国債の引受と入札

§5-1 国債の引受

§5-1-1 資金運用部

資金運用部の原資は郵便貯金資金が主で、その比率は50年代から70年代まで50%台、90年代はほぼ1/3であり、他に厚生年金・国民年金資金、各特別会計の積立金と余裕金の運用部分（国債整理基金特別会計の国債保有を除く）から成っていた。運用先は国債と一定限度の金融債等の有価証券（それらの比率は50年代から90年代までほぼ10~20%台）、公団等の政府関係機関（割合は最大）等への貸付であった。

なお、資金運用部資金は財投の財源の構成要素で、その比率は50年代で約50%、90年代で約80%であった。これ以外に簡易保険資金、産業投資特別会計からの資金、さらに補完的に財投機関が発行した政保債と政府保証借入れも財投を構成した。

資金運用部は70年代半ばまで、毎年度の発行国債の10～20%を引き受けて保有した。73年の第1次石油ショック後に景気刺激策が採られて財投が増加し、また郵便貯金がそれほど増えなかったこともあり、資金運用部の国債引受は大幅に減少した。78年1月から財投の原資調達のために資金運用部保有の国債を公募入札で市中に売却した。78年後半に国債価格が急落したので発行額は大幅に減額され、78年9月、79年3月に整理基金が市中から買入れたものを資金運用部が買入れた。79年7月には市中からの条件付買入れも行った。

78年6月に3年物利付債の発行が開始された。このころ市中発行額の増加と債券市況の悪化から金融機関保有国債の評価損・売却損が増大したため、シ団は資金運用部による引受を要求した。78年度後半に国債が増発されて資金運用部による引受が復活したが、資金運用部の資金繰りでは短期物が望ましかったことから、79年6月に2年物国債が発行された。

79年度には郵便貯金増のため資金運用部の資金に余裕が生じたので、4年物利付国債が全額資金運用部引受で発行された。79年5月に大蔵省が発表した国債管理の「7項目対策」では、シ団の負担軽減のため中期債の引受先をシ団から資金運用部に変更した。80年5月の「5項目対策」でも資金運用部引受を増額したが、これは債券の会計処理に低価法を選択していた銀行の償却負担を軽減することが目的であった。

79年度には現先形式で買入れた国債を金融機関に売却したので、資金運用部による国債引受の増加とシ団引受の削減が可能となった。81年から83年にかけては財投の原資不足から国債を売却した。

郵便貯金増で93年1月に市中からの買い取りが行われたが、93、94年度には不況対策に財投を利用したので資金運用部は原資不足となり、保有国債がそれぞれ前年度より減少した。

90年代後半は住宅金融公庫等への融資（つまり財投の支出）が増加しなかったため、資金運用部の国債保有は増大した。国債の5年以上の長期保有を可能にするために、97年度に資金運用部の市中からの既発国債の買入れが予算に計上された。しかし、99年度以降は郵便貯金資金の減少などで資金運用部の国債保有は減少した。

98年末には運用部ショックが発生した。すなわち、資金運用部が旧国鉄債務整理のための特例国債を引き受けることにより国債新規引受をゼロにして買オペも停止するとの方針が98年末に出されて、金利が上昇した。資金運用部は99年2月に買入れを再開したが、郵便貯金の大量満期で資金不足となった。98年6月には省庁改革基本法で政府資金の統合運用と預託制度が廃止された。2000年4月に売り現先での資金調達を開始し、01年3月に財投改革に伴い国債買入れを停止した。

このように、資金運用部の国債保有の増減は国債管理政策の下で決定され、また、財投資金の過不足にも影響されている。

§5-1-2 国債整理基金

国債整理基金の資金は資金運用部への預託と国債保有の形での運用が認められていた。67年度には国債整理基金特別会計法の改正に際して、定率繰り入れ、剰余金の半分の繰り入れ、予算繰り入れにより減債基金を予め留保する減債基金制度が導入されて国債整理基金の現行の仕組みが整った。

76年5月に国債整理基金は日本銀行保有の長期国債を条件付で買入れ、その後も市中からの買入れを行った。81年度には1兆円余を市中から買入れ、そのほとんどを資金運用部に売却した。資金繰りに余裕があり、市況対策の目的もあって、83、84、87、90、92年にも買入れを行った。85年6月には償還財源の充実のために短期国債の発行と借り換え債の前年度での発行を可能にするべく、国債整理基金特別会計法が改正された。

§5-1-3 郵便貯金資金と簡易保険資金

郵便貯金と簡易保険の両資金の国債保有シェアは通増傾向にあり、両者の合計は5%未満(91年まで)、10%未満(95年まで)、10%台(96年以降)と変化している。

郵便貯金は87年5月に金融自由化対策資金として自主運用を開始して、運用の総額は87年2兆円、92年20兆円、95年35兆円、99年60兆円と通増した。89年度には指定単(単独運用指定金銭信託)での運用を開始した。

郵便貯金資金のみの国債保有シェアは87~91年で5%未満、92~2000年は5%以上であった。このうち92年度頃からシェアが増加したのは、金融自由化対策資金による自主運用の枠が92年度に拡大したこと、円高で外債の含み損が発生したので外債への投資を抑制したことなどによる。これらのことから、郵便貯金資金は国債を主体的に保有していたと見てよいであろう。

簡易保険資金は52年から積立金の自主運用を行った。87年9月に指定単での運用を開始し、89年度には指定単での株式運用も行うようになった。さらに91年度には郵便年金を統合した。2000年度で国債保有は全資産残高の約2割を占めていた。

簡易保険資金の国債保有シェアは、97年度までは5%未満、98年度からは5%以上であった。92年度まで1兆円未満であったのが93年度頃から急増したのは、郵便貯金資金と同様に外債の含み損発生のため外債投資を抑制したこと、また、株式相場の低迷と社債発行条件の悪化で株式と社債への投資を控えたことなどによる。98年度頃からシェアが5%を超えたのは、97年度に運用総資産が100兆円を上回るとともに国債で運用する部分も増大したためであろう。

§5-1-4 日本銀行

日本銀行は成長通貨供給の手段として国債買い切りオペを67年から実施し、以後国債をオペの主要対象とした。オペの方式は様々に変更された。77年12月に日本銀行によるオペ

額割当て方式から金融機関の希望する額による方式に変え、78年1月にはオペ価格を弾力的に定めると改めた。同年6月に入札方式を初めて導入するとともにオペを2、3回に分けて実施する小刻みオペ方式を採用、12月には従来の単一価格方式を変更して複数価格(コンベンショナル)方式による買入れにした。

79年には入札通知から落札までの期間を短縮するオペの機動化をはかり、同年6月に通知から落札までを1日で行うクイック・オペを、84年6月にごく少数の銀行や証券会社を対象とし対象先を順番に変えながら実施する輪番(小口)オペをそれぞれ導入した。87年12月には国債現先買オペを実施し、97年11月に国債の現金担保付き貸借取引(レポ)市場におけるオペ(レポオペ(国債借入れオペ))を導入した。なお2002年11月には新現先方式による国債現先オペが導入され、レポオペは廃止された。

2000年以降では、同年4月から2年間資金運用部の資金繰り支援のため運用部保有国債の条件付買入れを行い、その後買オペの増額が01年8月、01年12月、02年3月、02年11月に行われた。99年2月に開始したゼロ金利政策を00年8月に解除した。これらのオペは長期的な資金供給という政策目的に沿うものである。オペ以外に満期になった国債の引受(乗換)も行っているが、量的には必ずしも多くない。

日本銀行の国債保有シェアは20~30%(70年代半ばまで)、10%台(70年代後半)、10%未満(80年代~90年代半ば)、10%台(2000年代)と推移している。日本銀行は新規債引受を行わないから、これらはオペ(買い切りオペと現先オペの合計)と満期償還分を反映している。期間の前半は成長通貨供給の範囲内でのオペであり、後半期は政策的配慮を示している。期間を通して国債を主体的に保有していると見る事が出来よう。

§5-1-5 民間部門

(1) 国債の募集と引受

シ団が発行総額について募集を取扱い、応募額が発行総額に達しない場合には残額を引き受ける引受募集(残額引受)方式が65年度、つまり66年1月の長期国債の発行にあたって採用された。その理由は、政保債がすでにこの方式によって発行され市中慣行になっていたこと、シ団が実質的な残額引受責任を負うとすると募集取扱をこれと切り離して国・日本銀行側に留保するのは不自然であり、募集取扱と残額引受とを一体として請け負うのが適当であると判断されたことなどである。そこで政保債の引受方式を修正した方式がとられた。

国とシ団との間で募集引受契約が取り交わされた。その主たる内容は、シ団が共同して国債の募集を取扱い、応募額が発行総額に達しない場合はその残額を予め決められているシェアに応じて各金融機関が引き受けること、引受料の支払いに関する事、払込金の取扱に関する事等であった。83年4月に金融機関の窓販が開始された際にシ団の引受契約が改定され、それまでの残額引受方式が各金融機関の負担分から窓販分を差し引く個別残額引受方式に変更された。

(2) シ団の構成

長期国債のシ団にはわが国の金融・資本市場を構成する機関のほとんどが加入して発足した。当初のシ団は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、相互銀行、信用金庫(全国信用金庫連合会)、農林中央金庫、生命保険会社、証券会社から構成された。地方銀行以下は業態ごとに主要なメンバーが代表してシ団に入り、傘下の金融機関は一定のシェアに基づいて引受を行なった。

その後証券会社の代表が6社となり、72年度に損害保険会社が加わった。証券会社以外のシ団メンバーは当初、販売を行わないと取り決めていたが、83年4月に窓口販売が開始されて銀行等も募集の取扱ができるようにな

った。84年度に外国銀行と外国証券会社が、85年度には商工組合中央金庫がそれぞれシ団に加入した。90年代には都市銀行や証券会社に合併等に伴う減少があった。94年度に銀行の証券子会社、信用組合、労働金庫、農業協同組合等農林系金融機関が加入した。

また、77年に発行が始まった5年物中期割引国債もシ団引受を採用した。そのシ団は当時の長期国債シ団と同様に損害保険会社を含み、その後も長期国債シ団とほぼ同様に拡張された。

(3) 引受シェア

各年度におけるシ団の引受額は国債発行等懇談会と国債発行世話人会で決定された。65年度以降引受シ団が中心的な役割を果たしていたが、78年度の公募入札の採用後はシェアが低下した。日本銀行と資金運用部の保有シェアの合計は65~75年度までが40~60%台で、80~2000年度はほぼ30%台で推移した。

長期国債のシ団は引受・募集シ団であるが「応募シ団」の性格を当初から持っていたため、発足時にはメンバーの国債引受シェア算定基準として金融機関業態別の資金量シェア等が用いられた。しかし、その後各業態の資金量は比例的には増加せず、国債の引受シェアと資金量シェアの間に乖離が生じた。

70年代半ば以降において都市銀行・地方銀行はその引受シェアが預金量シェアに比べて高く、79年度以降一貫して引受額を上回る売却を行なったにもかかわらず資金ポジションは悪化した。引受シェアの変更は69、72、76、84、94の各年の年度当初と83年2月、88年10月に行われた。

シ団外の一般投資家が応募した残額(募残)はシ団メンバーが分担して引き受けた。87年の引受額入札開始後は、各メンバーに割り当てられる部分は入札によって決まった。

証券会社は発行額の一定割合を分担して個人投資家等に販売した。その割合は60~70年代で10%、80年代後半から90年代前半は20%台、90年代後半は50%台であった。募集取扱

額が分担額に達しないときには残額を引き受けた。証券会社経由の個人消化シェアは60～70年代では目標に届かず問題となったが、次第に個人消化が定着して問題は縮小した。

次に、中期国債は証券会社が全額の募集を取扱い、シ団は募集の残額を固定シェアで引き受けた。83年10月から金融機関の窓販も開始された。

なお、中期国債を組み込んだ中期国債ファンドが80年1月に新設された。これは元本の50%以上を中期利付国債で残りをコール・手形等で運用し、1か月据え置き後は自由に引き出せるという公社債投資信託であった。自由金利であるが、通知預金と3か月から6か月までの定期預金等の銀行預金より高利の予想配当率が設定された。中期国債ファンドは既発国債の満期日が近い期近物を組み込んでおり、投資家が中期国債ファンドを購入すれば間接的に期近債を取引することになった。89年3月には中期国債組み入れ比率を50%以上から30%以上に引き下げた。中期国債の引受・購入は中期国債ファンド残存額の約1/4(87年度)とある程度の大きさであった。

§5-2 国債の入札

入札の時系列的な推移は次のとおりである。78年6月に3年利付国債に公募入札導入(79年6月に2年利付国債、80年6月には4年利付国債にも)、82年11月に4年利付国債に定率公募入札導入(83年2月に2年債にも)、87年9月に20年利付国債に公募入札導入(99年9月に30年利付国債、00年6月に15年変動利付国債にも)、87年11月に10年利付国債に引受額入札方式導入、89年4月に10年利付国債に部分的入札(競争入札)と非競争入札を導入、98年4月に中期国債に非競争入札を導入、04年2月に入札前取引導入。

78年の入札開始時にはダッチ(単一)方式が用いられたが、近年はコンベンショナル(複数)方式によっている。

§5-2-1 中期国債と超長期国債の公募入札
78年6月に3年利付国債が初の公募入札で

発行され、当初は利回りに関するダッチ方式、次いで価格に関するコンベンショナル方式が採られた。既述のように、これに先立つ資金運用部の国債売却(78年1月)と、直後の日本銀行の買オペ(78年6月)がともに入札で行われた。

82年11月には4年利付国債の定率公募入札が開始された。この方式では、入札利回りは直前の競争入札において募入利回りの平均以下で落札された部分の利回りの加重平均、発行価格は募入平均価格以上で落札された部分の加重平均であった。定率公募には利回り決定のリスクがないため、価格は競争入札の募入平均価格より高く、利回りは募入平均のそれよりも低く設定された。2、4、6年の中期国債の定率公募入札は、非競争入札が導入された98年4月まで続いた。非競争入札では、競争入札で決まった平均落札価格で発行総額の1割が中小金融機関に配分された。

なお、中期国債は既発債として扱うことになっていて、法律上ディーリング(既発債の売買)業務のできなかった信用金庫は大蔵省と個別に引受契約を結び、募集の取り次ぎという形で中期国債を販売していた。信用金庫法改正でディーリング業務ができるようになったのを契機に入札と窓口販売の資格が信用金庫に与えられた。

超長期国債のうち20年利付国債は86年10月にシ団引受形式の公募発行が始まり、87年9月には公募入札に移行した。他の超長期国債にも順次、公募入札が導入された。

§5-2-2 長期利付国債の入札

87年11月に引受額入札方式が長期利付国債に対して導入された。各月の発行額の20%についてシ団メンバーが引受希望額のみを入札し、応募が多い場合には応募者に比例配分された。発行額の残り80%はシ団が固定シェアで引き受けた。中期国債に用いられていた定率公募では直前の競争入札で提示された特定の発行条件に基づいて入札が行われたが、引受額入札では発行条件は未定のままのプライ

ンド方式がとられ、入札後に交渉で決められた。しかし透明性を増して十分な競争を行い、かつ外国金融機関のアクセスを拡大するために、ブラインド方式によらない新しいやり方が要請された。

89年4月に導入された部分的入札では、まずクーポンと発行額をシ団と発行体が入札前の交渉で決め、次に、発行額の40%部分に関してシ団メンバー全員がコンベンショナル方式での価格競争入札を行い、残りの60%はシ団メンバーが入札の募入平均価格（落札分の価格の加重平均）で固定シェアに従って引き受けた。落札の決め方はコンベンショナル方式であった。入札部分に未達が生じた場合にはシ団は60%部分と同条件で固定シェアに応じて引き受けた。

固定シェアの一部（20%部分）は非競争入札で配分された。これは、情報収集や分析の能力が十分でない中小金融機関に取得希望額を入札させ、固定シェア部分と同じ条件で優先的な取得を認めた。シ団内シェアが0.3%以下のシ団メンバーは、このような入札により応札すれば必ず獲得できた。

89年の競争入札導入後、シ団引受分の比率は逡減して90年10月に40%、2002年5月に25%、03年5月に20%、04年5月に15%、05年4月に10%となった。04年10月には国債市場特別参加者制度が発足して06年3月末でシ団は廃止された。

なお、市場参加者の意向を取り入れて国債管理政策を進めるべく、00年9月に国債市場懇談会が開始され、次いで02年4月に国債投資家懇談会、04年10月に国債市場特別参加者会合、11月には国の債務管理の在り方に関する懇談会がそれぞれ始められた。

§5-2-3 シ団廃止後

特別参加者制度が04年10月に発足し、06年3月末にはシ団が廃止された。その影響を調べるために、設置と廃止のそれぞれの前後で入札のテールと流通利回りが大きく変化したかを見てみよう。

入札のテールは平均落札価格と最低落札価格の差を指し、これが短いほど需要が一定の水準に集中したことを意味して、入札が好調であると判断される。双方の制度変更の前後で10年債のテールが一方向的に大きくなっているとは見られず、双方とも影響は軽微であるよううかがわれる。

次いで10年債の流通利回りの分散を調べる。特別参加者制度設置の前後においては04年1月から04年9月までで0.037、04年10月から07年3月までで0.042、シ団廃止の前後では05年4月から06年3月までで0.021（04年1月から06年3月まででは0.025）、06年4月から07年3月までで0.013であって、ともに顕著な差はない。

このように、2000年代における特別参加者制度の設置とシ団の廃止は入札と流通市場に対して大きなショックを与えたとは見られない。市場が厚みを増してきていることがその背景であろう。

なお77年に発行が始まった5年中期割引国債もシ団引受に依っていたが00年9月に発行が廃止されシ団引受も終了した。

第3章 研究のまとめと政策的含意

これまでの筆者の一連の分析（釜江（2012）他）から、戦前・戦後の国債など公共債と金融債の諸市場は弱度でも準強度でも非効率的であることがおおむね示された。非効率性の一因はいずれの債券についても公的部門が相対的に高い保有シェアを持つことであると考えられる。ただし公的部門の取引は活発ではなく取引高のシェアは必ずしも大きくない。売買状況については個別債券のデータはアベイラブルでなく詳細は不明であるが、データの利用可能な公社債全体の取引高シェアを1978～2008年についてみると、公的部門を含む「その他」部門が80年代から90年代にかけて10%未満、80年までと2000年代が10%台である。なお、各部門合計の店頭売買高（現先

を含む)では利付国債と短期国債の両方で公社債全体の約98% (2008年度)を占めており、前記の計数は国債売買の状況をかなり反映していると見てよいであろう。このように取引高シェアは次に記す保有シェアに比べると低いが、それでも流通市場に対してある程度の影響力を持つと考えることはできよう。

次に、より長期間のデータが取れる保有と消化のシェアの状況をながめてみよう。初めに戦前における国債保有の部門別シェアは日本銀行と預金部の合計が1912 (大正元) 年で7%、1935 (昭和10) 年で24%であった。金融債と地方債も預金部など公的部門の引受あるいは保有シェアが高かった。

戦後の債券市場の状況をまず国債市場から見る。国債発行は2004年度に185兆円でピークに達しその後は08年度まで減傾向にあった。公的部門による国債保有状況を日本銀行「資金循環勘定」と財務省「国債統計年報」で見ると、2000年度末時点で総額409兆円のうち資金運用部が70兆円、国債整理基金が8.1兆円、日本銀行が55兆円、年金基金・社会保障基金が30兆円、郵便貯金・簡易保険が52兆円を保有していた。08年度末時点では総額682兆円のうち資金運用部の後身である財政融資資金が1.2兆円、国債整理基金が27兆円、日本銀行が56兆円、年金基金・社会保障基金が108兆円でうち公的年金が81兆円を保有している。

政府関係機関債は08年度末時点で71.6兆円のうち財政融資資金が3.0兆円、年金基金・社会保障基金が11.9兆円を保有している。地方債は08年度末時点で66.7兆円のうち年金基金・社会保障基金が8.3兆円を保有している。

国債以外では、地方債は高度成長期において資金運用部と簡易保険 (ただし取引は不活発) の保有シェアが高かったが、近年では公募地方債は証券・事業法人・投資信託が、縁故地方債は金融機関がそれぞれ高い消化シェアを持っている。かつては金融債では公的部

門が、電債では公的部門と個人がそれぞれ高シェアであったが、近年は状況が変化しており、利付金融債の消化は金融機関・証券・事業法人が高いシェアを持ち、財政融資資金 (旧資金運用部) のシェアは激減している。

最後に本研究にもとづいて今後の債券市場、とりわけ国債市場への含意を述べると、発行市場では米国でのように公的部門と民間部門の参加の場を分けることが考えられる。その上で国内外の公的部門に対しては非市場性国債を発行し、市場性国債は民間部門のみが参加する場で取引を行う。こうすることにより市場の効率性を高められよう。

さらに、現状では国内の投資家が大部分の国債を買い、国内で市場が完結している。このような状況を変えるために、海外の公的・民間部門を取り込むことが必要である。海外投資家のモニタリングで財政規律へのよりシビアな見方が与えられるからである。

【参考文献】

- 大蔵省 (1936) 『明治大正財政史 国債 (上)』財政経済学会。
 —— (1937) 『明治大正財政史 国債 (下)』財政経済学会。
 釜江廣志 (2012) 『日本の債券市場の史的分析』同文館出版。
 後藤猛 (1982) 「やさしい公社債教室」公社債新聞社。
 志村嘉一 (1978) 『現代日本公社債論』東大出版会。
 東京株式取引所 (1928) 『東京株式取引所50年史』同所。
 日本勧業銀行調査部 (1953) 『日本勧業銀行史』同社。
 日本銀行百年史編纂委員会 (1982-1986) 『日本銀行百年史』日本信用調査。

(かまえ ひろし)