

最近の公社債発行市場の概況(上)

松尾 順介

はじめに

長引く低金利のなかで、個人投資家が債券投資に向かう傾向が強まっている。従来は債券投資は、一部の国債、金融債、電力債などを除けば、個人による債券投資はみられなかったが、最近では個人向け普通社債が好調に販売されているのみならず、為替リスクを伴う外債や、日経平均連動債などのようなデリバティブを組み合わせた仕組み債も個人向け販売されている。一般に日本で発行されている債券は、元本償還の可能性が高いものが多いが、必ずしも確実ではなく、デیفォルト・リスクがあるだけでなく、為替リスクや株価変動リスクなどがあり、これらのリスクは言うまでもなく投資家の自己責任に委ねられている。

本稿では、日本で発行されている公社債の概況を簡単に説明し、最近の変化を紹介する。

(1)

1 公社債の種類

公社債とは、公的機関の発行する債券(公共債)と民間の発行する債券の総称であるが、発行体はその発行によって投資家から資金調達を行なうため、発行体にとっては債務となる。発行体別に、国債、地方債、政府関係機関債、金融債、社債(事業債)、外国債がある。

第一に、国債は、中央政府(国)の発行する債券であり、満期別に短期国債(一年以内)、中期国債(二〜五年)、長期国債(六〜一〇年)、超長期国債(一〇年起)に大別されている。ただし、二〇〇〇年二月からは五年利付債も発行されるようになった。従来、五年物利付国債は同年限の利付金融債と競合するため、長信銀の反対が強し発行されていなかったが、五年物がなかったために流通市場での指標性が低下し、中期債市場の適正な拡大を阻害しているという批判が根強かった。

第二に、地方債は、広義には「地方公共団体が負担する債務で返済が一会計年度をこえるもの」とされるが、証券借入と証券発行があり、公社債市場では、証券形態のものだけを一般に地方債と称している。このうち、広く一般投資家向けに発行されるのが公募地方債であり、地元銀行などに私募で発行されるのが非公募(縁故)地方債である。地方債も従来一〇年物に限定されてきたが、近年五年物の発行が本格的に論議されている。

第三に、政府関係機関債は、公庫・公団・事業団などの政府関係機関が発行する債券で、通常政府保証が付けられているため、政府保証債とも称される。ただし、放送債券や東京交通債券(営団地下鉄債)のように一部には政府保証のない債券もあるが、これらは一般の社債と同様に証券会社を通じて募集されるため、公社債市場では一般事業債として通常扱われている。

以上三種類を一括して、公共債と称する場合もある。

第四に、金融債は、金融機関の発行する債券であり、従来は長信銀三行が発行の中心であり、種類も五年物利付金融債と一年物割引金融債に限定されてきたが、現在は期間も多様化し、大きな変化にさらされている。

なお、政府関係機関債と金融債を併せて、証券取引法では特殊債としている。

第五に、社債は、民間企業の発行する債券であり、事業債ともよばれる。電力会社の社債を電力債、それ以外を一般事業債と呼ぶこともある。さらに、現在では普通銀行やノンバンクも社債の発行が解禁されているだけで

(2)

なく、五年物や変動利付債も発行されている。

第六に、外国債は、外国政府や企業が国内で発行する債券であり、とくに円建てで発行されるものを円建て外債という。

2 公社債の発行状況

第一に、国債の発行は、一九九八年度九六兆円であり、全公社債発行額一四七兆円の約六五%に達しており、公社債市場の中核的な存在であるが、近年政府財政の悪化にともない、その発行額は増加傾向にある。内訳としては、一〇年利付国債一六兆円、中期国債六・五兆円、短期国債三九・五兆円、超長期国債二・四兆円などとなっている。

第二に、地方債は、一九九八年度公募債二兆円、縁故地方債（証券形態）五兆円となっている。近年の地方債の発行額は地方自治体の財政悪化を反映して急増しており、公募債だけをとっても、一九九〇年度九四〇〇億円から一〇年間で倍増している。

第三に、政府関係機関債は、一九九八年度二・一兆円から一九九九年度は三・二兆円へと増額している。これは、同年度から新規発行された預金保険機構債券六〇〇〇億円が大きく影響している。また、同機関債は政府保証債として初めての四年債であった。

第四に、金融債は、一九九八年度二四兆円となっており、九五年度の四三兆円から減少傾向にある。そのうち、割引金融債は一四兆円、利付金融債は一〇兆円となっており、割引金融債は九五年度の三〇兆円から半減している。これは割引金融債の消化先である個人の購買意欲が、長信銀の信用不安によって減退したためであると考えられる。

第五に、社債は一九九八年度に普通社債の発行額が一〇兆円を超え過去最高を記録した。この背景には、近年の社債制度改革の進展によって、社債発行の規制緩和が行われたことが指摘できる。これによって、銀行融資から社債発行へのシフトが見られたが、他方で銀行の信用不安によって、大企業が資金調達を前倒しの社債発行で実施したことも急増の要因であった。したがって、一九九九年度になって信用不安が落ち着いたことで、社債発行は低下したが、BBB格の低格付け社債は個人需要の高まりによって拡大している。

第六に、外国債のうち、円建て外債（資産担保証券を除く）は、一九九八年度一五〇〇億円と低迷した。円建て外債は一九九六年度三・八兆円に達していたが、アジア通貨危機による投資需要の冷え込みや日本の金融システム不安による起債敬遠が原因で低迷した。しかし、最近回復の兆しも見え始めている。

3 公社債の消化状況

第一に、国債の消化は、長期利付国債（市中公募）の場合、金融機関による消化が比較的高く、一九九八年度では都長銀一五・六%、地銀五・三%、信託一・六%となっており、第二地銀や信金を併せると、合計二七・七%を占めている。他方、割引国債は個人の割合が三一・五%と最も高く、個人を中心とした消化となっている。また、その他の比率が高い（長期債六三・九%、割引債四〇・七%）が、その大部分は金融機関が最終的に消化しているものといわれている。

第二に、地方債の消化は、一九九八年度で都長銀一八・三%、地銀七・四%、信託三・三%となっており、個人は三・三%である。ここでも、その他の比率が五七・三%となっているが、その大半は証券会社であり、最終

表1 公社債発行額

(単位: 億円)

年	公募公共債計		国債 (注2)		市中消化国債 (注3)		利付			
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	30, 20, 15年債(超長期)		10年債(長期)	
1997	174	758,052	63	710,838	63	548,526	4	15,951	9	122,095
1998	167	1,002,069	63	958,429	63	691,123	3	23,984	8	162,590

年	利付				割引				資金運用部, 日本銀行応募等 (注4)	
	6年債(長期)		4,2年債(中国)		5年債(割国)		1年, 6,3か月債(割引短期)		銘柄数	発行額
1997	5	25,524	16	45,245	5	2,486	24	337,225	-	162,313
1998	6	41,392	17	65,549	5	2,429	24	395,178	-	267,307

年	地方債		政府保証債 (注5)		緑故地方債 (注6)		私募特別債 (注7)		うち, 市中消化分	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	69	18,510	42	28,704	573	42,573	283	58,110	99	11,903
1998	69	17,540	35	26,100	615	50,239	239	54,935	92	11,500

年	公募民間債計		普通社債 (注10)		電力債		一般債 (注8)		NTT・JR・JT債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	578	90,275	529	86,895	44	19,450	477	63,845	8	3,600
1998	709	110,454	635	104,534	61	22,700	566	78,384	8	3,450

年	資産担保型社債		転換社債 (注10)		新株引受権付社債		私募社債 (注10)	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	28	1,100	21	2,280	-	-	1,465	5,633
1998	59	3,780	15	2,140	-	-	1,626	8,517

年	金融債		割引金融債		利付金融債		非居住者債(円建) (注11)		円建外債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1997	700	282,609	144	189,921	556	92,688	94	16,099	66	15,818
1998	712	244,741	144	140,095	568	104,646	76	3,929	10	1,525

年	公社債合計		(参考) 政府短期証券 (注12)
	銘柄数	発行額	発行額
1997	3,867	1,253,351	2,112,730
1998	4,144	1,474,883	2,221,870

表1注

- (注1) 単位未満については四捨五入である。
- (注2) 国債は1966年以降発行のいわゆる新国債及びその借換債で大蔵大臣の指定する者による応募分を含む。1990年3月発行の割引国債(30年債・第1回、発行額365億8,740万円)を含む。日本国有鉄道清算事業団債権承継国債を含む。
- (注3) 市中消化国債には郵便局窓販分(当初予定額全額を計上)を含む。
- (注4) 資金運用部・日本銀行応募分には、郵便貯金資金の金融自由化対策資金による応募を含む。
- (注5) 政保債は公募のみ。
- (注6) 緑故地方債は、地方債協会調べ。都道府県・政令指定都市により発行される証券形式のもののみ(証書貸付のものは含まず)。また、地方公社の発行したものは含まず。
- (注7) 私募特別債は政府関係機関の発行した私募債(政府保証の付くものも含む)、「うち市中消化分」は資金運用部、簡易保険局資金引受分を除いたもの。
- (注8) 一般債には銀行債を含む。
- (注9) 普通社債にはデュアル・カレンシー債、リバース・デュアル・カレンシー債および外債建債(払込日の実勢レートで円換算)を含む。
- (注10) 私募社債には、東京交通債券、放送債券、外債建債(振込日の実勢レートで円換算)の私募発行分を含む。
- (注11) 非居住者債(円建)にはデュアル・カレンシー債、リバース・デュアル・カレンシー債、転換社債及び資産担保型社債を含む。
- (注12) 政府短期証券は日本銀行調べ。

(資料)「証券業報」各年報

以下には金融機関に販売されている。とくに、第二地銀
 的には金融機関が多いとされている。とくに、第二地銀
 第三に、政府関係機関債の消化は、一九九八年度で
 都長銀六・七%、地銀二一・八%、農中・農協八・
 三%、商中・信金八・〇%、第二地銀五・四%などと
 なっている。金融機関中心の消化であるが、地銀をは
 じめ地方の中小金融機関の消化比率が相対的に高い。
 これは金融機関を糾合した引受シ団の引受分担率にお
 いて、地銀のそれが高いことを反映している。また、
 この場合のその他(五七・〇%)も金融機関が多いと
 いわれている。

第四に、金融債の消化は、割引金融債の場合、一九
 九八年度で個人・その他の比率が一〇・〇%を占め
 ている。その理由として、割引金融債が無記名式で、
 税金の申告の必要がなく、一万円単位から証券会社で
 も購入できるために、個人資産家に根強い人気がある
 ことがあげられる。また、利付金融債は地銀八・八%、
 第二地銀五・五%、商中・信金二二・一%などとなっ

ており、地方金融機関の消化比率が高い。

第五に、社債の消化については、普通社債の場合、かつては金融機関中心の消化であったが、一九九八年度では保険一八・六％、農中・農協二三・八％となっており、機関投資家の中心の消化構造となっている。ただし、最近では個人向けB B B格社債の増加を反映して、個人の比率も高まっている。また、転換社債も恒常的に個人消化の比率が高い。

第六に、円建て外債の消化は、一九九八年度で保険二六・三％、個人二三・五％であり、機関投資家と個人投資家の消化に分かれている。

4 公共債の発行方法

国債の発行方式には、シ団引受発行と公募入札発行があるが、シ団引受発行は長期国債と五年割引国債に適用されている。この方式では、国債募集引受団（国債引受シ団）は、国債発行事務を委託されている日本銀行との間で「募集取扱いならびに引受契約」を締結し、広く投資家に対する募集を取扱う（売れ残りは自ら買い取る）。発行条件は、大蔵省がまず利率を提示し、シ団メンバーが希望価格と希望額を入札し、高い価格のものから募入（落札）される。ただし、入札による募入額は全体の六〇％までとされ（部分的入札発行）、残りはメンバーに平均募入価格で配分される。また、公募入札発行は、超長期国債・中期国債・割引短期国債に適用されており、この方式では全額が入札発行される。応募資格者はシ団メンバーである。

地方債の発行は、まず計画予算策定し、地方公共団体議会の審査承認を経た上で、自治大臣または都道府県知事の許可を受けなければならない（地方自治法第二五〇条）。また、起債できる場合も、公営企業財源、中小企

業高度化貸付金財源、災害復旧事業費財源、借換え財源などの適債事業に限定されている。さらに、公募地方債は、一六の都道府県と一二の政令指定都市に発行が限定されており、その発行に際しては、募集取扱いを行なう引受シ団が結成され、発行体はこのシ団との交渉で発行条件を決定し、売れ残りが生じた場合はシ団が買い取ることにしている。また、シ団は地方公共団体の公金取扱金融機関に指定されている指定金融機関などの金融機関と証券会社によって組成される。公募地方債の発行条件は、地方自治体間の銘柄格差はつけられていないが、現在

表2 公社債消化状況（1998年度）
（単位：百万円）

	発行額	都市・長期信用銀行		地方銀行		信託銀行		保険	
		発行額	比率	発行額	比率	発行額	比率	発行額	比率
市中公募長期利付国債	16,259,000	2,537,269	15.6	861,707	5.3	259,274	1.6	243,773	1.5
割引国債	242,856	34,328	14.1	13,243	5.5	4,925	2.0	—	—
地方債	1,754,000	320,120	18.3	129,199	7.4	57,919	3.3	6,392	0.4
政府保証債	2,609,970	175,795	6.7	332,960	12.8	40,999	1.6	5,750	0.2
普通社債	10,453,400	151,900	1.5	269,200	2.6	616,840	5.9	1,946,550	18.6
電力債	2,270,000	63,600	2.8	29,700	1.3	98,640	4.3	384,820	17.0
一般債	7,838,400	85,300	1.1	239,000	3.0	500,300	6.4	1,505,630	19.2
NTT・JR・JT債	345,000	3,000	0.9	500	0.1	17,900	5.2	56,100	16.3
金融債	24,474,109	344,810	1.4	916,300	3.7	147,134	0.6	761,481	3.1
割引金融債	14,009,544	—	—	—	—	—	—	161	0.0
利付金融債	10,464,565	344,810	3.3	916,300	8.8	147,134	1.4	761,320	7.3
非居住者債（円建）	392,900	—	—	11,500	2.9	1,850	0.5	103,210	26.3

農中・農協組		商中・信金等		第二地銀協加盟行		個人		その他		資金運用部	
942,684	5.8	631,317	3.9	209,073	1.3	185,704	1.1	10,388,199	63.9		
3,689	1.5	7,538	3.1	3,775	1.6	76,504	31.5	98,854	40.7		
89,875	5.1	56,479	3.2	31,299	1.8	58,372	3.3	1,004,345	57.3		
215,759	8.3	208,264	8.0	141,810	5.4	1,770	0.1	1,486,864	57.0		
1,444,620	13.8	1,171,790	11.2	97,500	0.9	777,742	7.4	3,977,258	38.0		
312,300	13.8	78,840	3.5	6,000	0.3	173,812	7.7	1,122,288	49.4		
1,023,120	13.1	1,087,550	13.9	91,500	1.2	603,930	7.7	2,702,070	34.5		
109,200	31.7	5,400	1.6	—	—	—	—	152,900	44.3		
301,176	1.2	1,264,448	5.2	577,990	2.4	—	—	20,090,270	82.1	70,500	0.3
1,978	0.0	—	—	2,680	0.0	—	—	14,004,726	100.0	—	—
299,198	2.9	1,264,448	12.1	575,310	5.5	—	—	6,085,544	58.2	70,500	0.7
38,800	9.9	13,490	3.4	1,400	0.4	92,280	23.5	130,370	33.2		

（資料）「証券業報」

流通市場では、流動性や元利払い能力などを反映して、〇・一％程度の格差が生じている。これを踏まえて、発行市場でも、販売状況に格差が出ており、不人気銘柄では売れ残りが発生し、結果的に引受証券会社が値引きせざるを得なくなっている。そこで、証券会社によっては、地方債の取り次ぎ業務から撤退する動きや、発行条件の弾力化を求める動きが始まっている。

政府機関債の発行は、政府の財政投融资計画の一環として策定され、その発行限度額は毎年度の一般会計予算の予算総則で定められ国会の決議を経なければならない。したがって、政府機関債のうち国会の承認分だけが政府保証となり、それ以上の額については政府保証なしとなる。また、政府保証債はすべて一〇年物利付債であり、発行条件は毎月の国債の価格競争入札後、これを参考にして決定される。同月発行の政府保証債は同じ発行条件となっている。発行に際しては、国債と同様に引受シ団が組成されるが、政府保証債では保険会社はシ団外にあり、各種年金・共済などととも、一定額の消化を政策協力してきたが、現在は政策協力の義務付けはなくなっている。また、多くの銘柄のシ団幹事は日本興業銀行が担当している。

5 民間債の発行方法

普通社債の発行については、従来厳しい規制下に置かれており、その規制の中心的位置を占めていたのが社債受託制度であった。この受託制度は、担保付社債信託法上の「担保の受託」および商法上の「募集の受託」を根拠として、個別の社債発行に対し社債受託会社の設置を強制しており、受託会社である銀行は高率の受託手数料を発行会社から徴求していた。また、社債発行市場全体も起債会によって規制されており、起債会では引受証券会社よりも受託会社（銀行）の発言力が強かった。しかし、この社債受託制度は八〇年代に機能を低下させ、九

三年の商法改正で抜本的な改革がなされた（後述）。それによって、社債発行は大きく規制緩和された。

発行会社は、まず引受幹事証券会社、引受シ団、社債管理会社または財務代理人、登録機関などの関係機関を選定し、同時に格付けも取得する。格付けが確定すると、引受幹事はプレ・マーケティングを行ない、需要予測のレンジを確定する。条件決定日は、午前中に需要予測を行ない、昼頃発行条件を決定し、午後には募集を行なう。その後、払込が行なわれて、社債発行は完了する。ここで採用されている需要予測方式とは、社債発行条件の決定に先だって、主幹事がシ団各社に投資家の需要調査を依頼し、その調査結果を集計した上で発行条件を決定するもので、最近では需要予測を国債金利との上乘せ幅で行なうことが多くなっている（スプレッド・プライシニング）。

金融債の発行は、割引金融債の場合、月二回売出发行方式によって発行される。すなわち、発行額は予め決定されず、販売額が発行額となり、また売出期間が数日間ある場合、どの日に購入するかで満期までの日数が変わるため、割引率が変化し、払込金も違ってくる。また、割引債は興長銀など六つの金融機関が発行しているが、証券会社にも販売を委託している。他方、利付金融債の発行は、発行日を決定して募集を行なう募集債と、売出期間を決定しその期間中に販売する売出債とがあり、売出債は月二回の売出期間が通常設定されている。なお、募集債は最低券面一〇〇万円まで機関投資家向けで、売出債は一万円で個人投資家向けである。また、発行条件は、市場実勢に応じて決定されるようになり、九五年一二月以降、発行体によって利回り格差が見られるようになってきている。