

# 政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度

中島 将隆

変化はなぜ生じたか

有価証券取引税は平成十一年三月末に廃止され、現先市場には大きな変化が生じている。債券総売買高に占める現先売買の比率に大きな変化はないが、債券種類別に現先売買の推移をみると、平成十一年以降、これまで有価証券取引税が課税されていた債券の現先売買が急増している。課税債券の現先比率は平成十一年には四・五％に過ぎなかったが、平成十六年十二月には七一・九％に達しているのである。こうした変化が生じたのは、有価証券取引税の廃止によって現先売買の税コスト負担が解消したからである。

他方、政府短期証券や短期国債など非課税債券の現先比率は急減している。現先売買高に占める非課税債券の比率は平成十一年には九五・一％に達していたが、平成十六年十二月には二八・一％にまで激減した。政府短期証券の売買は平成十一年までほぼ全額が現先売買であった。ところが、平成十六年には政府短期証券の現先比率は五〇％と半減している。短期国債についてみると、売買高に占める現先売買の比率は平成十一年が八〇％、平成十六年には七一・三％であり、この時点と比較する限り大きな変化はない。しかし、昭和六二年の短期国債の現先比率は九四・九％、平成元年は九一・五％に達していたから、この水準と比較すれば短期国債についても現先比率は激減していると言わねばならない（後掲図表1、2参照）。

ここでの問題は、何故、平成十一年から政府短期証券や短期国債の現先比率が急減したのか、という点である。

政府短期証券や短期国債は有価証券取引税が課税されない非課税債券である。従って、有価証券取引税が廃止されても現先売買の変動とは無関係なはずである。にもかかわらず、なぜ、平成十一年を境にして政府短期証券や短期国債の現先売買が急減したのであろうか。この問題を明らかにするためには、昭和六〇年以降、なぜ政府短期証券や短期国債の売買が現先売買を中心となったのか、この点を分析する必要がある。平成十一年までの現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場であった。この原因を明らかにすれば、現在の特徴を自ずと理解することができる。

## 1 政府短期証券・短期国債市場の成立と現先売買

図表1は昭和五〇年代中頃から平成十一年までの間、債券種類別に現先売買高の推移を見たものである。課税債券の現先比率は昭和六〇年以降、激減する。激減した理由は金融自由化の進展によって現先市場と競合する自由性短期金融市場が次々に創設されたからである。現先売買は有価証券取引税が課税され、課税部分は資金調達のコストに転化される。従って、現先市場からの資金調達は高コストとなり、高コストの故に他の自由性短期金融市場と競合することができず、課税債券の現先市場は消滅したのである。

昭和六〇年以降、課税債券の現先市場は消滅し、代わって非課税債券の現先売買が急増する。現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場に変貌するのである。こうした変化が生じたのは、まず、昭和五〇年代末から六〇年にかけて政府短期証券市場や短期国債市場が成立したこと、次に、政府短期証券や短期国債の売買には有価証券取引税が課税されることなく税コスト負担が無かったこと、更に、政府短期証券や短期国債の売買が現先方式にならざるを得なかったこと、こうした理由による。

図表 1 債券種類別に見た現先売買高（昭和54年～平成11年）

（単位：兆円、％）

年度	債券総売買高		うち現先売買高 B	現先比率 B/A	債券種類別現先売買				課税債券合計 E	課税債券比率 E/B
	A	B			非課税債券の現先売買		課税債券の現先売買			
	短期国債 C	政府短期証券 D			非課税債券 (C+D)/B	課税債券 E	非課税債券比率 (C+D)/B	課税債券比率 E/B		
1979(昭54)	222.7	125.8	56.5%	-	-	-	-	125.8	100.0%	
1980(昭55)	281.0	160.0	56.9%	-	-	-	-	160.0	100.0%	
1981(昭56)	297.5	134.2	45.1%	-	-	-	-	134.2	100.0%	
1982(昭57)	332.8	136.0	40.9%	-	11.2	8.2%	8.2%	124.8	91.8%	
1983(昭58)	416.1	137.3	33.0%	-	11.2	8.2%	8.2%	126.1	91.8%	
1984(昭59)	798.0	150.9	18.9%	-	41.8	27.7%	27.7%	109.1	72.3%	
1985(昭60)	2,514.6	283.8	11.3%	7.0	135.8	50.3%	50.3%	141.0	49.7%	
1986(昭61)	3,490.2	754.1	21.6%	229.5	335.1	74.9%	74.9%	189.5	25.1%	
1987(昭62)	5,094.2	1,330.1	26.1%	482.3	664.2	86.2%	86.2%	183.6	13.8%	
1988(昭63)	4,084.6	1,233.0	30.2%	454.8	622.7	87.4%	87.4%	155.5	12.6%	
1989(平 1)	3,506.7	1,030.3	29.4%	519.5	386.5	87.9%	87.9%	124.3	12.1%	
1990(平 2)	3,285.7	1,151.8	35.1%	539.9	541.9	93.9%	93.9%	70.0	6.1%	
1991(平 3)	2,572.6	1,054.9	41.0%	559.0	426.6	93.4%	93.4%	69.3	6.6%	
1992(平 4)	3,244.0	1,469.5	45.3%	867.1	526.0	94.8%	94.8%	76.4	5.2%	
1993(平 5)	3,235.2	1,375.2	42.5%	708.6	601.8	95.3%	95.3%	64.8	4.7%	
1994(平 6)	3,645.5	2,091.8	57.4%	1,155.9	869.3	96.8%	96.8%	66.6	3.2%	
1995(平 7)	3,935.1	2,222.2	56.5%	1,338.1	804.5	96.4%	96.4%	79.6	3.6%	
1996(平 8)	3,146.5	1,622.5	51.6%	963.8	569.0	94.5%	94.5%	89.7	5.5%	
1997(平 9)	3,206.9	1,586.0	49.5%	968.2	539.4	95.1%	95.1%	78.4	4.9%	
1998(平10)	2,606.8	1,081.0	41.5%	1,022.0	1.3	94.7%	94.7%	57.7	5.3%	
1999(平11)	3,836.5	2,272.4	59.2%	1,218.3	952.9	95.5%	95.5%	101.2	4.5%	

(注) 1. 昭和54年度以前の現先種類別売買高統計は不明である。54年度から平成9年度までは「公社債月報」、平成10年度以降は「証券業報」各号より作成。ただし、「公社債月報」は年度、「証券業報」は年。

2. 売買高は東京店頭市場
3. 昭和59年度以降はディレクターリング実施金融機関を含む
4. 非課税債券とは有価証券取引税が課税されない債券

まず、政府短期証券の市場成立過程からみていくことにしよう。政府短期証券の市場は昭和五六年まで、事実上、存在しなかった。政府短期証券は昭和二一年から日銀引受で発行され、昭和三一年からは定率公募残額日銀引受方式で発行されるようになった。しかし、低利で発行されるため市中消化が進まず政府短期証券の市中残高は皆無に等しかった。政府短期証券は終戦直後から発行されていたが、政府短期証券の市場は存在しなかったのである。

日本銀行は政府短期証券市場を育成するため、昭和五六年五月、単純売り切り方式によって政府短期証券の市中売却を開始した。売却額は一兆五〇〇億円であった。以後、市中売却額は年々拡大し、五六年度三兆円、五七年度七兆四〇〇億円で、五九年度十一兆五〇〇億円で、六〇年度には売却総額一四兆三〇〇億円で達した。<sup>(1)</sup>日本銀行の政府短期証券市中売却によって、政府短期証券の流通市場が成立したのである。日本銀行が売却した政府短期証券は市中で活発に取引された。有価証券取引税は政府短期証券には課税されない。また、昭和六一年まで政府短期証券は源泉徴収が免除されていた。このため償還日にあわせた売り切り方式による市中売却が活況を呈し、個人投資家への転売も認められていた。<sup>(2)</sup>

昭和六一年一月、日銀の保有する政府短期証券の市中売却方式は、従来の単純売り切り方式から現先方式に変更される。その結果、政府短期証券の売買は全て現先売買となった。図表2でみるように、昭和六一年から政府短期証券の売買は全て現先売買となり、平成一〇年までこの状態が続く。政府短期証券は事実上、日銀引受で発行されているから、日銀の市中売却方式が現先方式に変更されると、政府短期証券の売買は全て現先売買となるのは当然の帰結である。昭和六〇年以降、非課税債券の現先売買が急増するのは、まず、政府短期証券の売却方式が昭和六一年一月から現先方式に変更されたからであった。なぜ、この時点で日銀が売却方式を現先方式に変更

更したか、この点については次節で検討する。

次に、短期国債市場についてみていくことにしよう。昭和六一年二月、短期国債が公募で発行されるようになった。短期国債は国債整理基金特別会計から国債の償還と借換を円滑に行うために発行されるもので、割引短期国庫債券とも言われる。流通市場における短期国債の取引形態は新発債の売買、既発債の一般売買、新発債・既発債の現先売買の三つに分類できるが、短期国債の売買は図表2でみるように現先売買が圧倒的であった。市場が創設された昭和六一年の短期国債売買高に占める現先売買の比率は八六・七%、翌六二年は九四・七%、六三年には九三・八%と圧倒的である。現先方式による短期国債の売買が圧倒的となったのは、まず、短期国債は源泉徴収されるが現先方式であれば源泉徴収税

図表2 短期国債と政府短期証券の現先売買

(単位：兆円、%)

年	短期国債			政府短期証券		
	売買高 A	現先売買 B	現先比率 B/A	売買高 C	現先売買 D	現先比率 C/D
昭和61(1986)	264	229	86.7	335	335	100.0
62(1987)	508	482	94.9	664	664	100.0
63(1988)	484	454	93.8	622	622	100.0
平成1(1989)	566	519	91.7	386	386	100.0
2(1990)	653	539	82.5	541	541	100.0
3(1991)	839	559	66.6	426	426	100.0
4(1992)	1,478	867	58.7	527	526	99.8
5(1993)	1,346	708	52.6	601	601	100.0
6(1994)	1,665	1,155	69.4	869	869	100.0
7(1995)	1,817	1,338	73.6	807	804	99.6
8(1996)	1,314	963	73.3	569	569	100.0
9(1997)	1,338	968	72.3	541	539	99.6
10(1998)	1,419	1,022	72.0	2	1	50.0
11(1999)	1,521	1,218	80.1	1,085	952	87.7
12(2000)	1,066	843	79.1	1,555	1,120	72.0
13(2001)	803	668	83.2	1,439	929	64.6
14(2002)	464	341	73.5	1,025	524	51.1
15(2003)	668	445	66.6	1,265	679	53.7
16(2004)	485	346	71.3	1,693	846	50.0

(注) 売買高は東京店頭売買高の売りと買いの合計。平成9年までの売買高は年度(公社債引受協会調べ)、平成10年以降の売買高は年(日本証券業協会調べ)

控除の事務手続きを省略できること、次に、日銀の短期国債買オペが現先方式であったこと、更に、フルデューリングの開始による出来高競争に短期国債の現先売買が利用されたことによる。この点についても、次節で詳しく検討していく。

以上にみてきたように、非課税債券の現先売買は昭和六一年以降、急激に拡大していくのである。では、なぜ、日銀の政府短期証券売却方式が単純売却方式から現先方式へ変更されたのだろうか。また、発生時源泉徴収制度と短期国債の現先売買とはどのような関係があるのだろうか。

## 2 発行時源泉徴収制度と政府短期証券の現先方式による市中売却

### (1) 発行時源泉徴収制度の導入と政府短期証券の例外扱い

政府短期証券の市中売却方式が現先方式に変更されたのは、発行時源泉徴収と密接に関連している。政府短期証券は、長らくの間、償還差益に源泉徴収されることが無かった。ところが、昭和六一年一月から政府短期証券の償還差益に対して発行時に源泉徴収されることになった。源泉徴収開始という税制度の変更によって市中売却方式が現先方式に変更されたのである。まず、政府短期証券に対して源泉徴収が行われるようになった経緯をみることにしよう。

割引債に対する源泉徴収制度が導入されたのは昭和四二年六月からである。租税特別措置法の一部を改正する法律が昭和四二年六月から施行され、この時点から割引債の償還差益について源泉徴収を行うようになったのである。割引債の償還差益は利子ではないから、これまで課税上の扱いは雑所得であった。割引債の償還差益に対し源泉徴収を行うことになった理由について、『改正税法詳解』では次のように解説している。

「ワリコー等のいわゆる割引の方法により発行される割引債券は、額面金額よりも低い価額で発行され償還時に券面金額で償還されるため、その取得者はその発行価額との差額に相当する所得が発生することになる。この償還差益は、法律的には券面金額と発行価額との計算上の差額であって、元本債権に付随した利息債権に基づく所得ではない。また償還差益は、経済的には確定元本に対し一定率で期間の経過に応じ発生する利子とは異なり、債券売買に伴い発生する譲渡所得の性格を有するものと考えられる。

このように償還差益は、本来利子とは性質を異にする所得であるので、従来より雑所得とされている。したがって、源泉徴収の対象とはされず、申告納税の方法により納税することとなっていた。

しかし、その法律的性格はともかく、実質的には利付債等に対する利子と同じものであり、それぞれについて利回りの権衡を考慮する必要があるものである。今回の改正によって利子所得に対する所得税の源泉分離課税の税率が従来の一〇％から一五％に引き上げられたことに伴い、利付債券等の税引利回りが大きく相違することになったため、これらとの権衡を図る等の見地から、割引債の償還差益についても新たな源泉徴収制度を採用し、その税率を五％にするとともに、個人が支払いを受けるものについては利子所得と同様に分離課税とすることとされた<sup>(3)</sup>。

源泉徴収の対象となる割引債の範囲は次のように決められた。「この制度によって源泉徴収の対象とされるものは、割引の方法により発行される債券である。この割引の方法により発行されるものとは、額面金額から一定の金額を控除したものを発行価格として発行されるものをいう<sup>(4)</sup>。具体的には金融債、電信電話債券、政府短期証券（大蔵省証券、食糧証券及び外国為替資金証券）、宅地債券、特別住宅債券が源泉徴収の対象となった。

割引債の償還差益に対する発行時源泉徴収制度が導入時点で、政府短期証券も源泉徴収の対象になるはずであ

った。しかしながら、政府短期証券は源泉徴収の対象外とされた。『改正税法詳解』では、次のように解説している。「これらの債券のうち、政府短期証券については個人消化が殆どないことを考慮し、宅地債券及び特別住宅債券については住宅対策等の見地から、それぞれ源泉徴収の対象としない（令二六の一四）」<sup>6)</sup>。

政府短期証券が源泉徴収の対象外となったのは、政府短期証券の流通市場が形成されていないからであった。政府短期証券は終戦直後から日銀引受で発行されていたが、昭和三二年五月から定率公募残額日銀引受方式に変更された。公募方式になったとはいえ、政府短期証券は低利で発行されるため市中消化は進まず、事実上、日銀引受発行であった。源泉徴収は市中消化を予定した税制度である。市中消化を予定しない政府短期証券にとって、市中消化を前提とする税制度は不必要である。政府短期証券はこうして源泉徴収の対象外となった。

## (2) 政府短期証券の源泉徴収開始と市中売却方式の変更

政府短期証券に対する源泉徴収は昭和六一年一月から始まる。源泉徴収が開始されたのは、まず、政府短期証券と短期国債の税の扱いを同一にするためであった。短期国債は昭和六一年二月から市中公募で発行され、課税方式は後述するように発行時源泉徴収である。政府短期証券と短期国債は何れも割引債方式で発行され、期間もほぼ同一である。商品構成が同一であれば、税の扱いも同じでなければならない。短期国債の課税方式が発行時源泉徴収となったため、政府短期証券も同じ税の扱いとなったのである。

更に、政府短期証券の流通市場が形成されたこと、流通市場の規模は年々拡大し、特に昭和五〇年代末には政府短期証券の売買高が急増したことである。流通市場が形成されると、政府短期証券を源泉徴収源徴免除とする根拠が消滅する。市中消化を前提としない税制度から、市中消化を前提とする制度へ、税制度の変更が必要にな



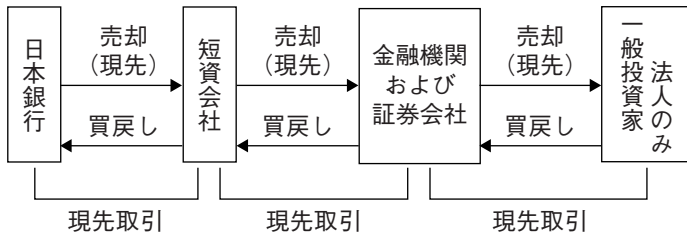
ったのである。

日本銀行による政府短期証券の市中売却は、前述したように昭和五六年五月から開始された。市中売却方式は無条件売却であった。政府短期証券は源泉徴収の対象外であったから、単純売却方式であっても税の複雑な計算から開放されていたのである。

昭和六一年一月から政府短期証券も源泉徴収が開始されると、所有期間に応じた源泉徴収税の計算が必要になる。この場合、日銀が買戻しておけば、機関投資家にとっても通期控除の手間が不要となるため、機関投資家などが利用しやすい。<sup>(6)</sup> こうした判断により、政府短期証券の市中売却方式が無条件売却方式から現先方式に変更されたのである。

政府短期証券の現先方式による市中売却は、図表3で示されているように、次のような仕組みになっている。「F B売りオペレーション」の仕組みとしては、まず、日本銀行から短資会社に対し、F B売りオペ実施の通告が行われ、短資会社は金融機関や証券会社に対し、オペ実施内容を通告し、買入れ希望を募る。通常、買入れ希望額が売却額を上回るので、按分により売却額が決定される(売却総額に対して買入れ希望額が満たない場合には、証券会社が保有することとなる)。金融機関や証券会社は、短資会社から買入れられたF Bを、自ら保有して資金運用するか、顧客の余資運用ニーズに応える目的で売却(現先方式)す

図表3 日本銀行の現先方法による政府短期証券の市中売却



(出所) 日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会 1996 523頁

(注) 短資会社は金融機関や証券会社の窓口にはなるが、一般投資家に対する直接の窓口とはならない

ることとなる」。

(7)

以上にみてきたように、日本銀行による政府短期証券の市中売却方式が現先方式へ変更されたのは、政府短期証券の源泉徴収が開始されたこと、次に源泉徴収部分の控除に伴う複雑な計算を回避して市場流動性を確保するためである。政府短期証券の課税は短期国債と税の扱いを同じくして、同一の商品構成にするためであった。

### 3 短期国債の公募発行と現先売買

#### (1) 短期国債の発行と発行時源泉徴収制度

短期国債は昭和六一年二月から公募方式によって発行が開始された。短期国債は国債整理基金特別会計から国債の償還と借換を円滑に行うために発行されるもので、割引短期国庫債券とも言われる。

短期国債の発行に際して、償還差益に対する課税方式について改めて議論された。課税方式を源泉徴収とするか、総合課税とするか、という議論である<sup>(8)</sup>。源泉徴収方式であれば、転々売買する度に所有期間に応じて税金を分担しなければならず、流通価格の計算が複雑になる。他方、総合課税であれば、複雑な計算は不必要となり転売が容易である。しかし、この扱いは公平性を欠いて短期国債だけ例外扱いとなる。論点は税の公正を守るか、流動性を高めるか、ということであった。そして、短期国債の課税方式は、短期国債だけ例外扱いにすることは出来ないとして発行時に償還差益に源泉徴収を行うこととし、短期国債の流動性を高めるため源泉徴収部分を通期控除できるようにしたのである。日経公社債情報誌は、この間の経緯を次のように伝えている。「課税方法は、発行時に通常の割引債と同様、源泉課税（償還差益の十六％）とするが、償還時に全額を控除することになった。この方法だと、一定の税額相当額が常に上乘せされる形で流通価格が形成され、流通性を確保することができる

と判断したものの。短期国債の課税方法については、大蔵省内でも主税局が源泉課税を強く主張、これだと流通価格が複雑になるという証券界などと対立していたが、償還時に全額控除することで、両者の主張を折衷する効果を狙った。大蔵省は短期国債の取引から個人を排除するとしており、今回の決定も法人間取引に限定するという前提に立ったもの。法人に参加者を限定するため、取引は国債振替決済制度を利用することにした<sup>(9)</sup>。

発行時源泉徴収制度の仕組みは、門外漢の我々が理解することは相当に難しい。図表4は複雑な仕組みを図解するため、敬友の日本証券業協会常任監事である岩井宣章氏の助言を得ながら作成したものである。仕組みを理解するため図表では現実離れた発行価格と源泉徴収税率となっている。理解のポイントは発行時に前もって徴収される源泉徴収の扱いである。発行時源泉徴収税は、保有期間に関係なく最終保有者が通期控除を受けることができる点にある。これでは、税の戻しがある場合、最終保有者だけが優遇されることになるので、途中の売却価格は税の戻しを考慮して決定されるということである。図表で示されているように、理論価格と税の戻しがあった場合の二段階を想定すれば、税額相当額が上乘せされる形で流通価格が形成されるという複雑な仕組みも理解することができよう。

かくして、短期国債の課税方式は発行時に源泉徴収が行われ、償還差益を受け取る最終保有者は保有期間に係らず源泉徴収相当額を法人税から控除できるとされた。従来は最終保有者たる法人が所有していた期間に相当する部分のみ税額控除ができたにすぎない。源泉徴収部分の通期控除ができるようになると、源泉徴収が行われても、売買の際に源泉徴収税額的全額を売買価格に転嫁できるようになる。従って、源泉徴収が流動化の障害にはならない。いわゆる還付金込み利回りを前提に取引価格が形成されることになったのである<sup>(10)</sup>。

源泉徴収部分の通期控除を行うため、短期国債の売買は法人のみに限定し、かつ、国債振替決済制度を利用す

図表 4 割引債の発行時源泉徴収の仕組み

前提

発行価格 90円  
 額面 100円 (償還差益10円)  
 期間 1年  
 源泉徴収税率 20%  
 発行時源泉徴収  $(100-90) \times 20\% = 2$ 円  
 第一次保有者と第二次保有者の保有期間 半年

理論価格

- ①第一次取得者の取得価格

発行価格90円 + 発行時源泉徴収額 2円 = 購入価格92円

- ②半年後に売却した場合の理論価格

$$\frac{(100-92)}{2} + 92 = 96 \text{円}$$

↑  
 半年分の償還差益

第一次取得者の収益 = (売却価格96円 - 購入価格92円) = 4円

- ③第二次取得者の償還益

償還額100円 - 購入価格96円 = 4円

税の戻しがあった場合

- ①第二次取得者の償還差益と通期控除

償還差益 4円 + 通期控除 2円 = 6円

2円：保有期間に関係なく最終保有者は発行時源泉徴収の通期控除を受ける事ができる

- ②第一次取得者の扱いは不公平なる。不公平を無くするため途中売却価格は税の戻しを考慮する事が必要である。

税の戻しを考慮した途中売却価格 = 保有期間に対応した源泉徴収部分の上乗せ価格

$$96 \text{円} + \frac{1 \text{円}}{2} = 97 \text{円}$$

↑                      ↑  
 理論価格              税の戻し

第一次取得者の収益 = 売却価格97円 - 購入価格92円 = 5円

- ③第二次取得者の収益

(償還額100円 + 通期控除 2円) - 購入価格97円 = 5円

ることが義務付けられた。具体的には次のように行われることになった。

① 入札参加者（ディーラー）が取得する短期国債は全て日本銀行に  
寄託され、「国債の一括登録に関する省令」に基づき日本銀行名  
義で一括登録される（振込債として保有される）。

② 入札参加者がこれを販売する場合、他の入札参加者に販売する場  
合を除き、相手先は上場会社またはこれに準ずる会社等で、金  
融・資本市場の動向に精通した機関投資家に限るものとし、個人  
及び個人類似法人への販売は行わない。

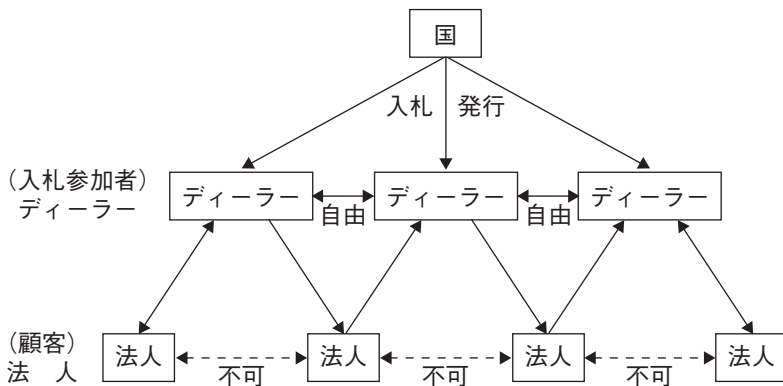
③ 顧客としての法人は、引き続き国債振替決済制度を利用して保有  
し、譲渡する場合には、必ず入札参加者たるディーラーに対して  
行う。<sup>(1)</sup>

以上にみてきたように、短期国債の売買は国債振替決済制度を通じて  
行われ、市場参加者は法人に限定されたのである。

(2) なぜ短期国債の売買は現先取引なのか

流通市場における短期国債の取引形態は、新発債の売買、既発債の  
一般売買、新発債・既発債の現先取引、の三つに分類できる。いずれ

図表5 短期国債の発行・流通の仕組み



(出所) 河上信彦編『国債』大蔵財務協会 1995年 84頁

図表 6 政府短期証券・短期国債の現先方式による日銀オペレーション

(単位：億円)

年度	日銀売りオペ	日銀買オペ			資金運用 部売却	資金運用部買入	
	政府短期証券 (現先方式)	短期国債 (現先方式)	現先	輪番オペ	売切り	現先	買切り
1988(昭63)	293,000	—	13,306	5,361			
1989(平元)	293,000	8,224	12,355	21,307			
1990(平2)	459,000	62,796	4,942	23,486	—	—	
1991(平3)	374,000	49,031	106,335	26,030	—	44,142	—
1992(平4)	519,000	70,009	103,954	26,371	—	113,299	3,208
1993(平5)	557,000	41,047	21,595	15,987	3,049	116,578	5,732
1994(平6)	460,000	194,003	13,505	11,914	1,915	129,142	—

(出所) 1988～1989年度は「平成2年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1990年7月 16頁  
 1990～1992年度は「平成4年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1993年8月 13頁  
 1993～1994年度は「平成6年度の公社債市場の動きについて」公社債引受協会 1995年7月 13頁

の取引も、当初の売り手と最終的な買い手の間にディーラーが介在するディーリング形態で行われている(図表5参照)。前掲図表2でみたように、現先売買の比率は発行当初と比較すると低下傾向にあるとはいえ、取引形態は現先売買が圧倒的である。

現先売買が圧倒的になる理由について、日本興業銀行編『証券』(金融財政事情研究会)では次のように解説している。「これは、固定利回りでの運用が確保できること、一般の債券現先と異なり有価証券取引税が課されないため、ごく短期間の運用の際に実質利回りの低下を回避できること、課税法人が買切りで運用した場合の源泉徴収税控除の手間を省くことができること、といったことに起因するものと思われる<sup>(12)</sup>。また、日銀『(新版)わが国の金融制度』においても同様に、「償還差益に対する源泉徴収との関係もあって、ほとんどが現先取引形態により行われている」と述べている<sup>(13)</sup>。

現先売買が圧倒的な第二の理由は、平成二年一月から日本銀行が現先方式によって短期国債の買いオペレーションを開始したからである。短期国債の買オペが現先方式となったのは、政府短期証券の売りオペと同じく償還差益に対する源泉徴収の煩わしさから開放されるためである。図表6は、日本銀行の売りオペや買いオペが、どのような

取引形式で行われているか、現先方式はどの程度おこなわれているか、をみたものである。この表を見ると、日本銀行の債券オペレーションは主として政府短期証券や短期国債の現先売買によって行われていることが解る。売りオペは政府短期証券の現先方式による売却で行われ、買いオペは短期国債の現先方式による買入で行われている。短期国債と政府短期証券の現先売買は、日本銀行の主要な金融調節手段となっているのである。日本銀行の現先方式による金融調節によって、短期国債と政府短期証券の現先売買高が急増したのである。

第三に、債券ディーラーの実績作りが短期国債の現先売買高を増加させた点も指摘しておかねばならない。<sup>(14)</sup>多くの市場関係者の経験談を総合すると次のようになる。昭和五九年六月から銀行の窓販が始まった。そして、六〇年六月からフル・デイレリングになった。デイレリングの開始と共に売買高競争が始まる。この売買高競争の対象になったのが公募で発行される短期国債であった。公募発行とはいえ過熱競争の結果、入札価格のレートは市場利回り以下であった。この債券を市場価格で売却するとキャピタルロスが発生する。キャピタルロスを発生させないで売買高を増加させる手段として短期国債が現先で売買されたのである。短期国債の現先売買には有価証券取引税が課税されなためこうした売買高競争が可能になったのである。

#### 4 平成十一年度の税制改正と現先売買比率の低下

図表7は、これまで検討してきた論点を年表にしたものである。昭和六〇年以降、現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場となった。こうした変化は、まず、有価証券取引税が課税されない政府短期証券や短期国債市場が成立したからである。有価証券取引税の課税される現先市場は高コストの資金調達市場となり、他の自由金利市場と競合することが困難となって消滅した。昭和五六年五月から日銀が保有する政府短期証券の市中売却

図表7 政府短期証券・短期国債市場の成立と売買方式・課税方式の変化

昭和21(1946)	・政府短期証券の日銀引受発行開始（1月）						
31(1956)	・政府短期証券の定率公募残額日銀引受方式（5月）						
42(1967)	・割引債の償還差益に対する発行時源泉徴収制度の導入（租税特別措置法の一部改正）、ただし、政府短期証券は例外扱いとなり課税対象とされない（6月）						
56(1981)	・日本銀行が保有している政府短期証券の市中売却を開始（5月）。売却方式は無条件売却。						
61(1986)	・日銀が保有する政府短期証券の市中売却方式が従来の単純売切り方式から現先方式へ変更（1月） 政府短期証券も課税対象となる。課税方式は割引短期国債と同一の発行時源泉徴収 ・割引短期国債の公募入札発行開始（2月） 課税方式は発行時源泉徴収						
62(1987)	・短期国債源泉徴収税の海外中央銀行等の取得時還付制度実施（8月）						
平成2(1990)	・日本銀行の現先方式による短期国債買いオペレーションの導入実施（1月）						
4(1992)	・外国法人の短期国債非課税措置について税制改正要項の閣議決定（1月） 償還時に全額還付						
11(1999)	・短期国債オペと政府短期証券オペを短国現先オペとして統合（3月） 短期国債を短期国債売り現先オペの対象に加える 政府短期証券を短期国債買い現先オペの対象に加える ・政府短期証券の市中公募入札発行の開始（4月） ・短期国債・政府短期証券の発行時源泉徴収免除（4月） <table border="0" style="margin-left: 20px;"> <tr> <td style="font-size: 2em;">}</td> <td>従来扱い：外国中央銀行……取得時に全額還付</td> </tr> <tr> <td></td> <td>外国法人……償還時に全額還付</td> </tr> <tr> <td></td> <td>内国法人……申告時に通期控除</td> </tr> </table> ・短期国債・政府短期証券の償還差益は非居住者・外国法人については非課税（内国法人については法人税の課税対象）（4月） ・短期国債アウトライトオペ（買い・売却）を導入（10月）	}	従来扱い：外国中央銀行……取得時に全額還付		外国法人……償還時に全額還付		内国法人……申告時に通期控除
}	従来扱い：外国中央銀行……取得時に全額還付						
	外国法人……償還時に全額還付						
	内国法人……申告時に通期控除						
14(2002)	・短期国債買い現先オペは国債買い現先オペに移行（11月） ・短期国債売り現先オペは国債売現先オペに移行（11月）						
16(2003)	・外国法人がグローバルカストディアン経由で保有する短期国債、政府短期証券の償還差益に対する源泉徴収免除（4月）						
17(2005)	・非居住者又は外国法人の短期国債等の非課税措置手続き簡素化（4月） 発行時源泉徴収免除対象に外国証券投資信託の受託者である外国法人を加える						



が開始され、政府短期証券市場が成立する。昭和六一年二月から短期国債の公募発行が開始された。有価証券取引税の課税されない市場が成立したのである。課税債券に代わって非課税債券の現先売買が行われるようになった。次に、政府短期証券や短期国債に発行時源泉徴収が行われるようになったことである。政府短期証券は昭和六一年一月から源泉徴収されることになり、短期国債は発行当初から源泉徴収されることになった。償還差益に源泉徴収が行われると、最終保有者に源泉徴収額の通期控除が行われても、事務手続きが煩雑である。現先売買であれば源泉徴収税控除の手間を省略することができる。政府短期証券や短期国債の現先売買は源泉徴収と密接に関連しているのである。第三に、日銀は昭和六一年一月から政府短期証券の市中売却方式を現先方式に変更したからである。また、平成二年一月から短期国債の買オペを導入するが、買オペは現先方式によるものであった。政府短期証券の市中売却が現先方式であり、短期国債の買オペも現先方式であれば、政府短期証券や短期国債の現先売買が増加するのは当然であろう。日銀オペレーションが単純売買ではなく現先方式で行われたのは、源泉徴収税控除の手間を省略できるからであった。加えて、昭和六〇年六月から始まるフルデーリング開始と共に出来高競争に短期国債の現先売買が利用されたことを付け加えておかねばならない。現先売買であれば、相場が過熱して入札レートが市場実勢を下回ってもキャピタルロスが発生させることなく売買を繰り返すことが可能である。

以上にみるように昭和六〇年以降の現先市場は、六〇年以前の現先市場とは決定的に異なっている。現先市場は政府短期証券や短期国債の売買市場に変化したのである。変化した最大の要因は政府短期証券や短期国債に対する源泉徴収であった。源泉徴収制度が政府短期証券や短期国債の現先売買を膨張させたのである。

平成十一年、債券税制や政府短期証券の発行方式、日銀オペ方式は大転換をとげる。その結果、現先市場は大

きな変化をとげることになる。まず、平成十一年三月末、有価証券取引税は廃止された。冒頭で触れたように、有価証券取引税の廃止によって課税債券の現先売買が復活した。翌月の四月には図表7でみるように、まず、政府短期証券の市中公募発行が開始された。次に、政府短期証券と短期国債の源泉徴収が廃止され、非居住者に対しては償還差益が非課税となった。そして、一〇月には政府短期証券や短期国債のアウトライトオペ（無条件の買入と売却）が導入された。政府短期証券や短期国債の源泉徴収が廃止されると、源泉徴収に伴う面倒な事務手続きを省略することが出来る。従って、事務手続きの煩雑さを回避する目的で行われた現先売買の必要は無くなる。また、日銀のオペレーションは現先方式だけでなくアウトライトを導入しても煩雑な事務手続きは省略できる。

平成十一年以降、政府短期証券や短期国債の売買高に占める現先比率が低下するのは、以上に見た平成十二年の債券税制の改革と日銀オペ方式の変化によるものといえよう。

#### 注

- (1) 大蔵省・日本銀行内マネーマーケット研究会『わが国短期金融市場の現状と課題 短期金融市場研究会報告書』金融財政事情研究会（一九九〇）八四頁
- (2) 和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』一九八六年四月 二八頁参照
- (3) 伊藤弘邦「租税特別措置法（所得税関係）の一部改正について」『税経通信』一九六七年七月号臨時増刊号 第三二巻第八号 通巻二八五号 七四頁
- (4) 伊藤弘邦「租税特別措置法（所得税関係）の一部改正について」『税経通信』一九六七年七月臨時増刊号 第三二巻第一号

八号 七五頁

- (5) 伊藤弘邦「租税特別措置法(所得税関係)の一部改正について」『税経通信』一九六七年七月臨時増刊号 第二卷第八号 七五頁

- (6) 後藤新一『日本短期金融市場発達史』日本経済評論社(一九八六)三四二頁、和田耕志「短期国債発行の経緯と実務面の留意事項」『金融経済セミナー』一九八六年四月号 二八頁

- (7) 日本興業銀行編『証券』金融財政事情研究会(一九九六)五三三頁

- (8) 日経公社債情報一九八五年八月二六日 三頁

- (9) 日経公社債情報一九八五年九月二六日号 一三頁

- (10) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』一九八六年三月号 六頁

- (11) 石井道遠「短期国債の発行及びその取り扱いについて」『公社債月報』一九八六年三月号 七頁、石井道遠「短期国債について」『財経詳報』一五九四号 一九八六年四月七日 五頁、石井道遠「導入される『短期国債』発行・流通のポ

イント」『金融財政事情』一九八六年二月一〇日 四二頁

- (12) 日本興業銀行編『金融取引選書 証券』金融財政事情研究会(一九九六)五二二頁

- (13) 日銀『(新版) わが国の金融制度』(一九九五年版) 一八〇頁

- (14) 日経公社債情報一九八五年三月二六日 一八頁参照

(なかじま まさたか・客員研究員)