

国債管理政策と市場の関係

小 林 和 子

要 旨

国債管理政策という言葉は昔から知られているが、日本では本気で考えられたことはないといったら過言であろうか。国債に関する政策はあっても、大方は発行・償還政策であり、発行市場、流通市場を考慮に入れた政策が考えられたことはほとんどないといえることができよう。最初に日本における国債管理政策の概略の歴史をみたが、その大半は「管理」の名に値しないものである。国債管理政策が存在しなかった理由の大きなものは、本来最もそれが必要とされた最大の危機時——戦時国債の戦後処理期に、予想以上のインフレーションの急進展で債務の実質的減価が進み、財政の債務負担が激減して、管理政策の必要がなくなったためである。これ以後、財政法の規定（国債発行の原則禁止）、成長経済下の金融市場の拡大、その他の事情により、国債管理政策に対する強い要請は生まれなかった。現在につながるここ数年が、歴史的に初めて国債管理政策が要請されていると認識する。

現在の国債管理政策に関しては、2000年9月以来開催されている国債市場懇談会の議論を、筆者の判断で管理政策と市場政策に区分けして、総合評価を試みた。最後に、公社債市場の展開・発展と国債管理政策のあり方を考察して、市場が国債管理政策に要求するものを探りたい。

目 次

はじめに

I. 日本における国債管理政策の歴史

1. 戦前期の国債政策

2. 戦後前半期の国債政策(1946年～1965年)

3. 戦後後半期の国債政策(1965年以後)

II. 国債市場懇談会の議論

III. 公社債市場の展開と国債管理政策

はじめに

2002年度国債発行額は「30兆円以下」を目標としたが、2002年12月24日決定された2003年度予算政府案で、国債新規発行額は予算史上最高の36兆円台となった。国債依存度は44.6%と過去最悪である。同じ日にアメリカの財務省は議会に国債発行限度額の引き上げ承認を要請した。翌12月25日発表の日本国の借金額は631兆5,261億円で、やはり史上最高となった。年が明けて2003年1月20日に経済財政諮問会議が決定した中期経済財政展望の改定案では2004年度以降の国債発行額は40兆円を突破する予想となった。

国債新規発行額の抑制不能、国債依存度の悪化、10年を超える国債増発の結果として国債残高の堆積、さらに国債格付けの低下という現象は、それぞれが個別に重い問題である。と同時に、これらが重ね合わされたときには発行者、市場、投資家のそれぞれにとって大きな圧力となり、国債管理政策の重要性が改めて強く感じられることとなった。

日本の金融・財政史を顧みるに、国債に関する政策、発行・償還政策は常に何らかの形で存在はしたが、市場とのかかわりは薄かった。市場を問題にする場合には当然に発行市場であり、応募引受を行う一部金融機関の反応が事実上注意すべき「市場」であるに過ぎなかった。現実には、機能する流通市場が形成されたのも1975年以後と、きわめて遅れた。国債管理政策が民間の発行市場関係者の意思疎通を図り、流通市場を視野に入れるようになったのは、ごく最近のことである。国債管理政策に関する意識がこれだけ遅れた理由の一つは、戦時大量発行

国債の戦後処理が数年間の激しいインフレーションによって自然解消したことにある。国債発行130年の歴史において最大の危機であったこの処理問題が、予想以上のインフレーションの急進展により債務の実質的減価が生じ、戦時の額面による償還が財政的負担にならず解消されたため、国債管理政策が登場する必要性が生じなかったのである。

その意味では日本の金融・財政そして証券市場にとって、現在初めて国債管理政策が現実化したといつてよいと思われる。本稿では最初に明治期以来の国債管理政策（といえるものがあつたならば）の概略を跡付け、その上で現在の国債市場懇談会の議論を国債管理政策と市場政策とに区分して理解したい。

I. 日本における国債管理政策の歴史

21世紀に入った現在では国債管理政策について明確なイメージが存在するが、歴史を辿ろうとするときにはこうしたイメージはなく、日本においては永らく国債管理政策という言葉すらなかった。言葉と概念が相伴って登場するのは、ようやく1960年代後半ではなかろうか。

1. 戦前期の国債政策

(1) 発行政策のみの時代

明治初期から昭和の初期まではやや極論すれば国債政策は発行政策のみの時代である。その発行も、市場の状況を勘案することはなく、財政の資金調達に容易な方法が採られた。当初、流通市場のことはほとんど考えられていない。大蔵省『明治大正財政史』・『昭和財政史』（戦前編）によって、この期間（1870年～1931年）

の発行政策の特徴を見ておく。政策担当者の側に市場に対する関心はほとんどなかったにせよ、市場を前提とする「証券」形態で資金を調達する以上、意識的無意識的に市場との関わりは存在した。ここではその点に注目して、いわば裏側から市場との関係を透かし見ることにしたい。

外貨国債の発行から国内発行へ——1870年明治新政府最初の、次いで1873年2回目の国債発行は、当時最大の国際金融市場であった英国ロンドン金融市場で行われた。英国は金融取引で担保主義の国であり、国際市場に初登場の日本の信用力評価が困難な状況下で、通例は国の発行には付されないはずの担保が要求された¹⁾。市場からの資金調達の条件・システムをまったく知らなかった日本政府はこれに懲りて、以後当分の間外国市場からの資金調達を忌避した。さりとて財政資金は必要であり、国内市場がほとんど存在しない状況では、現実の資金調達と支払いを先延ばしする交付国債を選択する以外の方法は無かった。

交付国債への依頼——1873年～1876年の5本の内国公債は交付国債の形式を取った。これが可能であったのは、差し迫った財政資金の性格が「制度変更」国債と後に分類された幕藩体制下の秩禄受給者・寺社関係者等への一時金支給であったからである。国債発行時点で現金が支払われなくとも、毎年決まった額の利子が支払われ、当初約束の期間が経過した後には元本が現金償還される。交付国債のこうした性格が受け入れられる基盤があった、いや当該国債保有者はこれを受け入れるしかなかったといえる。交付国債は場合によっては取引所あるいは国立銀行等の初期株式会社組織の設立に当たり資本金として承認されたため、「国債による出資」

すなわち国債の株式化は可能であった²⁾。

国債取引所の成立——しかし数年して、国債保有者の生活が立ち行かなくなれば、保有者は国債売却を希望する。自然発生的な国債市場（売買希望が集まり、現実に相当量の取引が成立する機能を果たす場）が形成されたが、ディスカウント価格で売買が行われていることが明確になることを政府は望まなかった。先ずは売買禁止令が出され³⁾（国債の証券性の否定）、次いで国債取引の集中管理のために株式取引所が承認された⁴⁾。こうした事情から取引所における国債取引は当初非常に盛んであったが、数年後には株式取引の隆盛にとって代わられた。

整理国債発行による規範化——株式取引所が設立された1878年以後の内国公債は公募発行で、殖産興業・運輸鉄道・軍事等のために現実の資金調達を行った。しかし債券発行そのものの制度的基盤がいまだ未熟であり、不統一も多かった。1886年に発行された整理公債で、ようやく国債発行の形式的統一がなされ、ここで確立された債券発行に関する概念がその後の株式会社の社債発行、銀行の債券発行等、債券発行一般の基礎を作ることになった。すなわち整理国債の直接の目的は財政整理（6分利付き以上の高利内国債の5分利借り換え）にあったが、その実行を通して既発行国債全体の整理統一が可能になり、そのことが一般的な債券発行の規範を形成したのである。整理公債の概略を整理公債条例によってみておく⁵⁾。

利子：1年100分の5、毎年6月・12月に支払う

券面：無記名利札付、希望により記名となしうる

償還：元金は5年据え置き、その後50年間に抽選償還

利札：所有者は各自利札を切断して日本銀行
本支店または代理店に持参して利子を
受け取る

元利金の有効期限：元金15年、利子5年
証書・利札の紛失時・汚染・毀損時の処理
日本銀行による事務取扱いの規程

以上のような内容を持つ整理公債条例は、一般法規として1906年「国債ニ関スル法律」が制定されるまでの基本法規となった。整理公債は1886年から1896年まで11年間にわたって発行されたが、その7割以上は証券交換発行（既発行国債との交換）であり、市場からの直接募集は2割に満たなかった。

明治末の国債低利借換え政策——6分利以上を5分利に借り替えて利払いを容易にした効果は、しかし20年も経ち、発行量が激増すれば薄れる。とりわけ日露戦争後の数年で、軍費調達と鉄道国有化資金調達が重なり、財政にとって国債利払いは非常な負担になった。5分利債の4分利への借り換えが必至となり、金融緩慢の時期を見計らって、1910年に金融界との折衝が開始された。この結果、東京・大阪両市場の15の銀行がシンジケートを組み「新4分利公債の下受保証を為す」こととなり、「従来の直接募集の方法に加味するに引受発行の方法を以てするの新例を開」いた⁶⁾。政府の「内債借換に関する声明」ではこの低利借換えがその他の債券利率、ひいては一般利率の低下をもたらし、民間経済に良い影響を与えることを予測した。ここで成立した国債引受シンジケートは、しかしながらその後の市場金利の高騰により4分利公債発行の継続は困難となり、超長期債シンジケートとしては休眠状態に入った。4分利公債は10年据え置きの上、50年の償還方式であり、期限60年という超長期国債であった。市場金利

高騰時に市場が受け入れるわけも無かったのである。1910年に2回発行した後は、1911年・1912年に少額の特別発行をしたのみで、4分利公債の発行は消滅した。

短期の5分利国庫債券制度の確立——期間が超長期で市場動向に相応しない低金利の4分利公債に代わって、必要に迫られて登場したのが短期で市場金利に鞘寄せした5分利国庫債券のシリーズである。表面利率は5分と共通であるが、発行価格は市場状況により次第に低下して、1924年、1925年には90.00円にまでなった。償還期限も1年から14年10月に及び、種々の期限が混在している。1916年発行開始以来大正年間には実に39回もの発行を見た。発行方法は引受シンジケートによる一般公募、郵便局売出し（日本銀行の残額引受）、大蔵省預金部の引受の3方法によった。当初公募で始まり、1920年から売出しと引受が加わり、以後は3方法がほぼ交互に採られたようである。昭和に入ると次第に引受が多くなり、第61回債（1932年）で発行は終了した。後に見るような巨額の国債発行に踏み切ったため、利子負担の大きい5分利で市場に対して発行することは不可能になったのである。

外貨国債の発行再開——1873年以後途絶えた高利外国公債の発行が再開されたのは1899年である。国内不況と金融逼迫の状況から、またすでに金本位制を本格的に採用していたことから、26年にわたって忌避してきた外国市場に再び頼らざるを得ず、また頼れるようになったのである。場所はロンドン、英系3銀行と横浜正金銀行を含む4銀行の引受シンジケートによる公募で、4分利付き、10年据え置き後45年で抽選償還による返済とされた。この後、通貨としては仏貨、米貨も加わり、利子率としては5

分、6分、6分半までに上る多様な発行が、1930年まで行われた。外貨国債の場合はすべて市場における公募発行であった。

償還政策、国債整理基金の設定——初期の外貨国債は規定の時期（1882年、1897年）に償還され、内国債は整理国債にまとめられた。整理国債は最長55年期限であり、その間据置期間の5年を経過した後は抽選償還された。1886年に発行された最初の整理国債の償還終了は当初予定で1941年、現実には1910年に4分利国債に借り替えられて償還された。その4分利国債は最長60年期限であり、当初予定では1970年に償還終了である。このような超長期債に関しては据置期間後の毎年の抽選償還方式がつつがなく進行していればよい。国債の償還に関してはすでに1873年から考えられ、1878年～1888年には減債基金が建てられ、1888年～1906年は予算の定額と公債整理金の両建てとし、最終的に日露戦争関係国債が巨額に上った1906年に国債整理基金が設置された⁷⁾。以後はこの基金による定時・随時償還を太宗とし、1896年国債証券買入消却法による買入消却（諸官庁・市中より、市価を基準に）を従として、国債の償還・償却が進められた。借換えと償還政策によって、超長期国債の相当部分は償還期限が大幅に短縮された結果となった。昭和に入り、金融恐慌までの若槻内閣は国債整理政策を、金融恐慌対策に当たった田中内閣は増発政策を、金輸出解禁を準備した浜口内閣は再び国債整理政策を採った。

国債の利用方法と価格維持——『明治大正財政史』では「国債の利用に関する施設」として担保充用、国庫金納金代用、郵便貯金代用の3方法を挙げている。郵便貯金代用とは、償還期または利子支払期の開始した国債証券または利札を現金とみなして郵便貯金に預け入れ可能と

するもので、1901年証券郵便貯金規則から始まった。国債の価格維持に関しては税制優遇（1909年利子所得税免除、1906年取引所得税免除、1896年記名登録税免除）と、価格計算方法の特定が採られた⁸⁾。国債の債権価格は時価によらず最低発行価格によることができ（1905年）、担保価格は債権金額（通例額面金額）とし（1908年）、担保充用国債を買入消却するときにはその債権金額をもってし得る（1909年）とした。前述の買入消却法では市価が基準にされていたが、ここに至って市価は消え、最低発行価格（政府が決定する）と額面金額（証券発行時に決定）のみが依拠すべき数字になった。

（2）戦時の発行政策と流通抑制政策

規模は小さいが自由市場経済であった時代が終り、1929年後半の満州事変の勃発と金輸出再禁止により、日本経済は準戦時体制に近い状態に入った。1932年から歳入補填国債の発行が開始され、全額日銀引受で爾後に状況を見て市中金融機関に売却される中央銀行の戦時型国債オペレーションが採用された。これ以後、国債発行はこの方式が中核になった。例外的に1936年に公募発行が3回行われたが、いずれも5分利国庫債券の借換えであった⁹⁾。1937年からは引受と売出しの併用が行われた。引受（引受保有）は基本的に日本銀行が行ったが、時には大蔵省預金部や金融機関も行った。売出しは日銀と郵便局によるものである。金利は当初4分半利で、1933年に4分、1936年から3分半利となって終戦まで固定した。3分半利は超低金利の現在からみれば高金利であるが、ここで戦時低金利・大量国債発行政策が固定化されたのである。

この発行政策に奉仕するものとして、国債証

券に対する評価政策が明確にされた。第1回の4分半利国債が発行される前の段階で、1932年6月30日法律第16号「国債ノ価額計算ニ関スル件」が公布施行された。国債の価額を財産目録に記載するには、商法第26条第2項の規定（財産目録調整のときの価額に超ゆることを得ず：時価）に関わらず、大蔵大臣の告示する標準発行価格によることができる、ただし取得時の時価を超えることはできない、とされた。前出の最低発行価格を規定した1905年法律第20号「国債証券価格計算ニ関スル件」は廃止された。最低発行価格よりも標準発行価格の方が高いので、財産価値は高値で法律に守られたのである。流通市場における時価はこの時点で何の意味も無いものとなった。

さらに郵便局売出し等の一般大衆向け発行に関して、郵便局における無償保管制度が採られた。また国債は1906年「国債ニ関スル法律」制定当時から本券を発行しない登録債が可能であり、政府も甲種登録（無記名債の登録）を勧奨してきた。1940年末には政府は金融非常対策の一環として、日銀もこの方針を受けて、積極的に国債登録を勧奨したため、登録制度の利用が著しく高まった¹⁰⁾。登録国債は売却手続きが煩瑣であり、売却の証拠も残る。この制度の活用が流通抑制に資したことはいうまでもないであろう。

国債証券の無償保管制度は、警察・産業報国会の「国債売るべからず運動」が債券売却防止の手段として利用させることもした¹¹⁾。「国債流通禁止」が政府の明示的な政策となったわけではないが、暗黙の流通抑制がこのような下部組織の行為となったものであろう。

明示的にせよ暗示的にせよ存在した国債流通の抑制（禁止）は何を意味するか。満期まで保

有するだけの、行動しない保有者には先の評価制度で保護してあるから、時価の影響は遮断されている。しかし取引所市場における国債取引が禁止されたわけではない。なお上場国債種類は存在した。1943年創立された戦時の日本証券取引所市場は国債長期清算取引を廃止し、実物取引のみとした。取引額としては微々たるものであるが、価格は公表される。その公表価格に影響を与えるほどの実需取引の集中を恐れたものであろう。だんだん精神力で戦うしかなくなってきた戦争遂行中に、取引所市場で国債価格の「暴落」などが公表されたのではたまらない。それならば取引所市場を閉鎖することも選択肢としてあるのだが、これは採られなかった。民間企業の資金調達のために株式市場は開いておく必要があり、片や国債市場のみ閉鎖したのでは威信に関わると考えたのであろう。また、国債保有者の実態を見れば相当の金融機関保有があり、金融機関は国債を市場売却せずとも日銀借入れの担保に使用することができた。一般大衆保有を封じ込めておければ、取引所市場が開いていても恐れることは無かったというのが実情であろう。

（3）国債政策に関する文献

国債そのものの叙述ではなく、政策のなかで触れている例は財政学の文献に多くあると思われるが、ここでは証券関係の文献の中から関連すると思われるものを拾っておく¹²⁾。戦時国債発行以前は償還、整理、減債基金関係、戦時国債発行以後はその消化が問題の中心であったといえる。

1908年 『国債償還論』神戸正雄

1908年 『国債の償還並整理に関する調査』東京銀行集会所（編）

- 1910年 『欧米国債整理始末』東京交換所（編）
 1914年 『各国国債償還方法に関する調査』大蔵省理財局（編）
 1917年 『減債基金問題論文集』玉木薫蔵（編）
 1926年 『各国減債制度大要』大蔵省理財局（編）
 1929年 『国債の現状と之が整理問題について』（大阪株式取引所）岡野衛士
 1930年 『国債整理』小川郷太郎
 1933年 『主要国減債制度概要』大蔵省理財局（編）
 1938年 『公債消化方策』国政研究会（編）
 1939年 『公債消化問題に関する研究報告書』国政研究会（編）
 1939年 『公債政策に関する資料』衆議院調査部（編）

2. 戦後前半期の国債政策 (1946年～1965年)

戦後期は新規国債を発行したかどうかで、1965年度を境に前半期と後半期に分けられる。前半期については『昭和財政史』によって簡略に見ておきたい。

(1) 巨額の堆積戦時国債の処理

戦後の国債政策の端緒は「国債政策の放棄」にあったと考える。まったく思考停止・行動停止の状況にあったというわけではないが、結果として日本の政府は膨大な戦時発行国債の堆積を前にして何ら積極的な処理策をとらず、インフレーションの進展がもたらす債務大幅減価の「効果」にすべてを委ねた。インフレーションによる間接的利得は最大の債務者であった政府に大きく帰属した。1945年から1950年までの国債関係の政策は以下の通りである。当時は占領下であり、明白なGHQ指令の形を取らなくとも

当然その承認を得た政策である。

- 1945年～1946年 国債処理を含む政府債務処理策の検討、ほとんど実施されず¹³⁾
 1946年 1月24日 GHQ、日銀の政府貸出禁止を指令、政府借入金並びにその支出削減等に関する指令
 1946年 4月6日 GHQ、政府が団体機関等の債務を保証するなどの行為を禁止する指令
 1947年 3月31日 財政法公布
 1946年～1949年 インフレーションの急進展、平均して約100倍の物価上昇¹⁴⁾
 1948年 5月14日 軍事公債利払い1ヵ年停止決定
 1949年 1月9日 大蔵省、戦時債券の無制限買取り決定、1月17日開始
 1949年 7月23日 日銀、金融機関からの国債買い入れ実施、信託、銀行、生保と拡大

(2) 財政法による国債発行原則禁止

インフレーションが巨額の戦時政府債務を著しく減価させるであろうことが予測されはしたが、新憲法で戦争放棄が定められる、その他の経済・社会・文化の多くの面で民主化が進められる過程で、戦後の財政を律する基本法規として新たな財政法は政府債務の増大に対して厳しい制約を課した。関連する財政法第4条から第7条の内容を確認しておく。

第4条「歳出財源の制限」①公債又は借入金以外の歳入を以て財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源に

については、国会の議決を経た範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。②前項但書規定による公債発行・借入金は、その償還の計画を国会に提出しなければならない。③第1項の公共事業費の範囲については、毎会計年度、国会の議決を経なければならない。

第5条「公債発行及び借入の制限」日本銀行の公債引受、日本銀行からの借入の禁止。但し、特別の事由がある場合に、国会の議決を経た金額の範囲内では良い。

第6条「剰余金の公債等償還財源への充当」剰余金の2分の1以上を充当

第7条「大蔵省証券の発行及び一時借入金」必要あるときは大蔵省証券を発行し、又は日本銀行から一時借入金をなすことができる。大蔵省証券及び一時借入金は当該年度の歳入を持って償還しなければならない。大蔵省証券及び一時借入金の最高額は毎会計年度、国会の議決を経なければならない。

順序が逆になったが、戦前の旧憲法の下では「財政法」の名称をもつ法律はなかった。会計法(1921年)が戦後の財政法と会計法の性格を併せ持っていた。会計法の第1章総則には、公債という言葉はまったく登場しない。歳入は第2条で「租税その他一切の収納」とされた。証券発行については第6条で、「必要あるときは大蔵省証券を発行し又は日本銀行より借入を為すことを得、大蔵省証券及び借入金は当該年度の歳入を以て之を償還すべし、大蔵省証券及び借入金の最高額は毎年度帝国議会の協賛を経て之を定む」とされた¹⁵⁾。証券発行は基本的に単年度内に発行償還される短期証券を想定していたのである。この他に事業公債及鉄道公債特別会計法を継承した公債金特別会計法(1919年)があるが、個別目的毎の発行という概念が強

く、財政全体の歳入との関連は把握されていない。1932年以後の歳入補填国債発行その他はすべて個別法で議会の承認を得て処理される形をとった。

すなわち財政法第4条及び第5条は、戦前規定の否定でも継承でもなく、新設であり、第6条、第7条は基本的に継承であったといえる。財政法の精神を厳守した現実の財政方針は超均衡財政主義、健全財政主義であり、第4条但書で認められている公共事業費公債(建設国債)も1965年度以前は発行されなかった。

(3) 国債によらない政府資金調達

財政法の精神を嚴重に体现した非募債主義、国債に依存しない財政といっても、租税収入で賄えなければ何らかの別途財源を考えなければならない。国債以外の、政府組織・政府機関による証券発行が直ちに浮上した。戦時の宮団・公団・特殊会社による債券発行の増大がこの方式の直接的な母体になったことはいうまでもない。これらに依存できたことにより、戦後の国債新規発行は数年に止まった。1945年中はなお「大東亜戦争に関する臨時軍事費」国債が2回発行され、1947年財政法公布前後にはなお戦時関連の特殊国債が2回発行された。その後も1949年までは復興4分利・5分利国庫証券が5回発行されたが、期間5年の中期で、内容的にはいずれも事業国債であった¹⁶⁾。相対的に少額の借換発行以外は、戦前・戦時国債の長期にわたる償還に専念できたのである。これを発行政策無き借換・償還政策の時代と言っても良いと思われる。資金調達は国債以外の証券に大きくよった。

復興金融債券——復興金融金庫(1947年～

1952年)が発行した巨額の金融債。1年債であるが、最大発行時の1948年末残高で見ると金融債全体の9割以上に達した。インフレーションを加速化させ、財政再建のためのドッジライン実行で1949年新規発行禁止となった。

鉄道債券等——1953年以来日本国有鉄道の鉄道債券、日本電信電話公社の電信電話債券の2種の「公社」債券の発行が開始された。発行当時は「公社債券」といえばこの2種のみを指した。これらの公社が民営化されて株式会社組織として社債券を発行する現在もなお、債券発行に占める位置は大きい。戦前型の事業目的別公債発行の伝統に立つものといつてよい。その後1956年には日本道路公団の道路債券、1957年には日本住宅公団の住宅債券他2種が発行された。

産業投資特別会計外債——1955年前後から健全財政主義の運営維持はだんだん苦しくなり、国債不発行主義に対する懐疑も出始めた。しかし財政法の基本軸を10年もせずに改変することはならず、産業投資特別会計の貸付の財源に充てるための外貨債として電力開発用の資金調達が行われた。戦後の国際金融市場への復帰第1号発行は1959年米貨公債で、発行後ニューヨーク市場に上場した。

財政投融资原資としての政府保証債券発行拡大——1953年～1957年の5種類に加えて、1960年には首都高速道路公団(首都高速道路債券)、1962年阪神高速道路公団(阪神高速道路債券)が発行を開始し、一部は非公募で政府部内の資金運用部引受・簡易保険局引受の形を取った。元利払いを政府が保証する政府保証債は国債に準ずるものと考えれば、この時期は実質的には国債発行が始まっていたと見ることもできる。

3. 戦後後半期の国債政策(1965年以後)

財政法の健全財政主義の下で、しかし景気政策のためにやむを得ない措置として国債発行に踏みきったのは1965年度であった。同年度上半期は証券市場にとっては非常な困難の時期であり、同年5月末の恐慌的状态こそようやく切り抜けはしたが、7月に入ってなお株価は1000ポイントを割るかという危機にあえいでいた。株価を上向かせ、景気回復に期待を持たせたのは7月末の国債発行宣言である。政府は7月27日に第4回経済政策会議において国債発行の方針を含む景気振興策を決定し、31日衆議院大蔵委員会において大蔵大臣が明年の公債発行を言明した。

(1) 1965年度歳入補填国債の発行

1965年8月に入り同じ大蔵委員会で公債発行額が示唆され、証券市場側も受け入れ態勢を検討開始した。金融制度調査会は11月8日「国債発行に伴う金融制度のあり方」について答申、証券取引審議会も11月11日「公社債市場のあり方からみた国債発行の諸問題について」意見書を提出した。市場と国債発行の関連を問題にした意見書はこれが初めてであろう。この意見書では国債管理政策という言葉は用いられていないが、市場公募原則を打ち出し、国債政策が市場育成政策となることを要望した¹⁷⁾。

この年度の歳入補填国債は1966年1月19日「昭和40年度における財政処理の特別措置法」により、財政法に対する特例法による国債として発行された。その後景気が回復したため、特例法国債はほぼ10年間発行されなかった。しかし、従来発行されなかった財政法第4条の建設

国債の発行が開始され、継続した。1966年度以後9年間の国債発行はすべてこの建設国債である。1965年度特例国債は10年債で、1976年までに償還された。

(2) 1975年度以降の大量国債発行

歳入補填国債が再度発行され、恒常化するの
は、10年後の石油ショック後の不況時である。
同じく特例国債の形であるが、このたびは発行
額が巨額に上り、恒常化したために、種々の問
題が予想された。政府においても市場において
も、国債管理政策が意識されたのはここから先
である。恒常化するであろう巨額の国債発行の
順調な消化を成功させるためには、これまでの
ように発行者である政府の利益（低コスト、市
場売買の抑制）を最優先するのではなく、応募
者、引受人、市場における売買それぞれに魅力
があるように考えられねばならない。国債が本
来持つ証券としての流通性を、理念としてだけ
でなく現実化するための諸方策が採られた。国
債利子決定の市場化、発行条件の引受シ団判断
尊重、主要な引受・保有者である金融機関の国
債売却抑制の廃止、証券取引所国債取引の活性
化（大口取引の導入等）、店頭市場国債取引に
おける現先売買手法の公認、10年期限が近づけ
ば償還政策にまで、対処すべき問題は広範囲に
存在した。国債大量発行は、その発行規模と継
続性の故に、発行市場にも流通市場にも大きな
影響を及ぼし、国債の証券性を一気に高める圧
力となったといえる。

(3) 国債政策に関する文献

研究・調査面で国債管理政策が取り上げら
れるようになったのは前期からであるが、大
きく問題にされたのはやはりこの時期であ

る¹⁸⁾。1965年～1969年に形成された1つのピー
クは、現実の赤字国債「再不発行」により弱
まり、1975年大量国債発行に後押しされて次
グループの研究書・調査書群が準備されたとい
える。

1945年 『戦後に於ける国債処理問題』日本銀行調
査局（編）

1945年 『国債の現状とその前途』社会経済批判会
（編）

1946年 『戦後の国債処理問題』日本銀行調査局
（編）

1965年 『国債制度の研究』日本銀行国債局（編）

1965年 『公債発行の問題点』日本経済調査協議会
（編）

1966年 『国債発行下の金融政策』日本経済調査協
議会

1967年 『減債制度に関する資料集』大蔵省主計局
総務課（編）

1968年 『国債管理と金融政策』館竜一郎他編

1969年 『減税及び国債減額に関する論調集』大蔵
省主計局調査課（編）

1969年 『国債管理政策等に関する学説』大蔵省理
財局国債課（編）

1977年 『日本の国債管理政策』中島将隆

1978年 『国債管理の経済学』井田啓二

1978年 『国債の大量発行と金利の自由化』日本経
済調査協議会（編）

1979年 『公債に関する諸問題についての報告』財
政制度審議会（編）

1980年 『国債発行と財政インフレ』大蔵省財政金
融研究室（編）

1983年 『国債償還の経済効果』大蔵省財政金融研
究室（編）

1985年 『国債の累増と日本経済』日本経済調査協
議会（編）

1985年 『アメリカの国債管理政策』日本経済調査
協議会

II. 国債市場懇談会の議論

(4) 1990年度予算における特例公債依存体 質からの脱却

1975年度から始まった大量国債発行が1985年度に最初の償還期限を迎え、政府は特例国債依存体質からの脱却を目指して財政改革に全力を尽くした。1986年度から国債依存度は下がり初め、改革の第一段階である1990年度特例公債依存体質からの脱却は1990年度予算において達成された。大蔵省「財政の中期展望」（1989～1993年度）では特例国債は1990年度以降ゼロの体制となった。この時点では、①国債残高累増の抑制（建設国債依存度の引き下げ、特例国債の早期償還）、②特例国債の再発行を2度と生じさせない、の2点が強く確認されている¹⁹⁾。

(5) 1990年代以降の国債増発

現実にはバブル経済の崩壊（税収自然増の消滅）と湾岸戦争の勃発（予期せぬ巨額の出費）によって、国債残高圧縮の方針は挫折した。下表のように1990年度も新規国債は発行された。以後は長期的な不況の継続により、国債新規発行高の増大継続、借換の増大、結果として残高の増大、国債依存度の増大、国債費の増大が積み重なっていった。最後の国債費だけは、第2次世界大戦中の低金利が高金利に思えるほどの超低金利の招来でさほどの負担にならずにいるのが現状である。1980年度～2000年度の国債関連の数字を概略確認しておく（『経済統計年報』『金融経済統計月報』）。

	新規国債発行額	国債残高	国債 依存度	国債残高/ GDP
1980年度	14兆1,702億円	71兆9,050億円	32.6%	29.6%
1990年度	7兆3,121億円	168兆5,472億円	10.6%	38.1%
2000年度	36兆1,386億円	367兆5,547億円	36.9%	71.6%

2000年度上半期の終りに大蔵省が設けた国債市場懇談会は、大上段に振りかぶった国債管理政策を議論する場ではない。むしろ「市場」に軸足を置き、市場関係者の忌憚のない意見をリアルタイムで聞くという点で、政策の市場化を明確にした性格のものである。しかし問題によっては「市場に配慮しすぎ」だという意見も出るなど、懇談会を進めながら、その議論の中から適切な方法を見つけ出すような性格をもった点が注目される。

1) 懇談会開催の背景

懇談会を設けた大蔵省理財局国債課は国債の発行担当者である。国債の大量発行に備え、円滑な消化を図るため、市場関係者や学識経験者の自由な討論の中から、最適な年限の組み合わせや発行・流通市場の改善策を探ることを目的としたものである²⁰⁾。ほぼ月1回のペースで行われた懇談会の議論の流れに沿い、政策に対する市場の意見（売買で示されるものではない明確な言葉による意見）を確認しておく²¹⁾。

2) 懇談会における議論の概要

本稿の性格から、便宜上、中長期的な国債管理政策に関する議論（①）と、現行の市場制度の改善・整備等の議論（②）とに大分して、見ることとする。

第1回（2000・9・18）：①財政政策（発行政策）、金融政策、市場政策と、国債管理政策を、総体として整合させる必要があるのではないかと、②保有国債年限の短期化、シフト制度の是非、国債に関する税制の望ましい方向等。

第2回（2000・10・11）：①発行増額の説明に

対して、10年債だけでなく他の年限の国債についても、市場のニーズに即すとともに管理政策の観点からも適切に行って欲しい、②中長期的な観点から日本市場を良くすることを目標とする。日本市場の流動性は高いとはいえないが、他の先進国に劣るとも言えず、実際にこの5年間に流動性で困ったのは1998年12月のみ。非居住者に発行の方向性を示せ。

第3回 (2000・11・10) : ①ふれられず、②個人投資家向け国債の商品性を高めるとともに、販売サイドにインセンティブを与える方策を。

第4回 (2000・12・5) : ①2001年度の国債発行について年限構成の議論。5年債への統合、7年債の新設、国債管理政策の観点から平均年限の長期化を打ち出す必要があるとする意見と、国民負担の最小化の観点からまだ短期化の余地ありとする意見あり、②ベンチマークについて、育成が重要であるとする意見と、先物がその役割を果たしているとする意見あり。個人向け・公的年金向けの非市場性国債も。

第5回 (2001・1・17) : ①ふれられず、②流動性の定義について、様々な銘柄に関して、いかに小さいビッド・オファー・スプレッドで価格が提示されているか、いかに市場参加者が多いか、フェイル慣行になじみ決済リスクが少ないなどが挙げられた。

第6回 (2001・2・27) : ①ふれられず、②フェイル慣行も清算機関設立も法的な制約があるわけではない、民間の(市場関係者の)合意でできるものではないか。

第7回 (2001・3・27) : ①国債の安定消化方策には i 市場のニーズに応じて多様化、ii 流

動性・効率性の高い流通市場育成があるが、国債の発行量を考えると後者が望ましいのではないかと、②ダッチ方式の廃止要望、キー・マチュリティ化の継続、物価連動債・貯蓄国債の検討、シ団制度(WI取引、入札日から発行までの期間短縮、募集販売の廃止等が絡む)の役割の変化(情報交換の場としては当懇談会がある)と、巨額発行が予想される現在あえて廃止する意味があるか。

第8回 (2001・5・9) : ①1,400兆円の個人金融資産をいかに国債市場に取り込むか、②清算機関の創設、フェイル・ルールの整備、財投債のディスクロージャー。

第9回 (2001・6・13) : ①国債負担について「非ケインズ効果」を考慮し、財政赤字を減らすことの経済的效果を考える段階にきているのではないかと、人口構成との関連で言えば高齢化時代を迎えるに当たって財政赤字は解消の必要があるのではないかと、②30年債発行継続には両論(20年債への統合論と、現状維持論)、発行ペースの1年間固定にも両論。

第10回 (2001・7・25) : ①国債管理政策の目的は、国債の円滑・確実な消化に止まらず、リスクフリー資産である国債をベースに、資本市場をより効率的な姿にすることにある、②インフレ連動債の評価、むしろデフレ連動債にニーズがあるのでは。貯蓄国債と郵便貯金との関係の整理必要。

第11回 (2001・9・20) : ①富田俊基氏、国債管理政策についてプレゼンテーション。日本全体のBSでは負債に財投債、資産に国内株式・外国債・外国株式という奇妙な構造。銀行が高い資金調達コストで国債を保

有できる理由はシ団制度の存在、日銀担保としての国債、長期的には収益確保の事実、②長期国債先物の商品性について議論を。日本市場では先物が取引されないと現物も取引されない（スπεキュレーターがいないのでは）のは緊急時に構造的に危険。

国債格付について。

第12回（2001・11・9）：①民間消化額以外の公的引受額を、市場も重視せざるを得ない。個人は郵貯を通じて大量の国債を持っているともいえ、そのためにリスクマネーに資金が入らないことも問題。日本の国債には「質への逃避」を導く「質」があるのか、②シ団制度のデメリット（固定シェア引受分の減少、脱退のためメンバー各社の引受負担増、シェアの硬直性、引受手数料上乘せ方式の問題性、運営コスト）。シ団擁護論も札割れ時のラストリゾートというていどで、長期的には廃止論が強い。早急に廃止するか、WI取引やプライマリーディーラー制度導入と組み合わせで中長期的に廃止するかの違いが明確に。

第13回（2001・11・28）：①市場のニーズに合わせた発行も大事だが、国債管理政策の観点からは骨太の年限構成の枠組みを作ることにも必要。満期構成は伝統的な課題だが、基本には借換リスクと利払い費のトレードオフがある。今後の発行増大を予想すると当局の発行スタンスを前広に示せ、②発行計画の様式は非常に見やすくなった。個人向け国債の商品性（ペーパーレス、販売ルート、PR、非市場性、変動金利利払いシステム、唯一のリスクフリー商品）。格付の重要性急拡大。

第14回（2001・12・10）：①各年限別増額の考

え方、2008年度の10年債中心満期集中問題の緩和のため、買入消却の提案に対しては、基本的に賛成、早期に買い入れ額の提示、7、8年債も。富田俊基氏より国の債務管理政策について報告。国債管理政策を再定義し、国債を頂点としてすべての金融資産の金利に信用リスクの介入を厳しく制限し、市場メカニズムが作動する範囲を広げる必要がある。特に政府保証の対象を極力限定し、保証料を取るようにせよ、②大きな論点なし。

第15回（2002・2・5）：①財務省「国債管理政策の基本的考え方」は i 円滑確実な消化、ii 長期的な調達コストの抑制、高田創「国債市場を巡る諸説」中に i 生産主体の収益性改善がない中での金利上昇リスクには国債管理政策の必要性、ii 国債管理政策の論点（年限対応・商品性、保有主体の多様化による安定、クレジット向上、資本市場理論から乖離したリスクプレミアムの抑制）、②シ団制度の廃止報道に対して、財務省は「中長期的な課題として検討」と説明、長期国債先物取引の商品性について受渡適格銘柄の7年債は使い勝手が良いが、最近では現物債との連動性は薄れている。国債消化には発行体と投資家のほかに証券会社が入ることに留意。

第16回（2002・3・18）：①ふれられず、②「証券決済制度等の改革関係法案」説明、短期債入札の過熱現象は日銀の量的緩和と金融機関のリスク許容量減少の結果。

第17回（2002・5・10）：①ふれられず、②財投機関債の分かりにくさについて（制度自体、財務内容、改革スケジュール）、ディフォルトの可能性と政府支援のタイミング

等。誰が元本を返済するのか。予算実行と市場の反応は必ずしも同方向にならない。財務省の「外国格付け機関宛意見書要旨」に関する説明。

第18回 (2002・6・25) : ①将来の国債管理政策と個人向け国債の関係, ②「証券決済システム改革法」に関する説明。ストリップス債の分離統合を申請できるもの等の資格は国債市場懇談会メンバー選定基準を考えている。個人向け国債の商品性。

第19回 (2002・7・30) : ①国債管理政策の観点からは国債投資家懇談会 (4月設置) とこの懇談会の合同開催なども有益ではないか, ②「流通市場における流動性向上のための提言」等の進捗状況報告。

第20回 (2002・9・3) : ①ふれられず, ②デフレ下の物価連動国債及びペイオフ不確定な状況での個人向け国債の商品性について。

第21回 (2002・10・16) : ①日本の国債管理政策にとって最大の試練は, 将来の経済回復期に国債が売られる局面ではないか, ②理財局長挨拶「国債市場は日本経済の基礎となるインフラの一つであり, 発行市場・流通市場の双方に於いて整備を進めることが重要」, 9月の10年債の札割れについて²²⁾。

第22回 (2002・11・27) : ①「14年度及び15年度国債発行計画」における年限構成について。発行体として国債管理政策に対する中長期的なメッセージを出してはどうか, 財務省・金融庁・日銀がより密接に協力し, 国として国債管理政策・国債市場のストラクチャーを描くべきではないか, ②ストリップス債及び物価連動債の商品設計について。

第23回 (2002・12・10) : ①買入消却実施方法

の説明 (2020年度償還銘柄対象) と, 発行の年限構成の整合性, ②大きな論点なし。

第24回 (2003・2・5) : ①管理政策の基本的考え方から, 平成15年度国債発行のポイントを説明, ②国債市場バブル論, 金利動向見通し, 日本の国債市場の流動性評価, 参加者層に変化・減少。

Ⅲ. 公社債市場の展開と 国債管理政策

国債管理政策の目的は, 発行者である財務省理財局の立場に立てば第15回懇談会で述べられているように, 第1点が国債の円滑・確実な消化, 第2点が長期的なコストの抑制となる。大量国債発行の継続を与件として登場する国債管理政策の, これは狭義の, 最低限の, 目標であろう。財務省にももちろん中長期的な管理政策の意識はあるが, しかし現実には目前の, 翌年度予算編成よりもさらに目先の, 数ヶ月先の発行消化について市場の意見を気にして方針を変えるなど, 短期に偏するところがある。この点は市場関係者から批判が出て当然でもあった。

他方, 市場関係者からみる国債管理政策の目的は, 上記にプラスして, リスクフリーの国債を一国の公社債市場における「北極星」として, 絶対的信頼を寄せうる金融商品として位置付け, その国債の「品質維持」を掲げるものが第1である。そのためには, 国債の流通市場が確立され, 恒常的に流動性が確保されねばならず, これを中核にして公社債市場全体の育成・拡大を展望するものが第2である。懇談会の中ではこの方向で様々な意見が出ており, メンバーの富田俊基氏には優れた著書もある²³⁾。日本の発行当局は永らく個別銘柄の発行・償還政

策のみに偏し、最高の信用力を持つ金融商品の層として国債を捉えて、その市場が公社債市場全体に持つべき中核的位置付けを行ってこなかった。国債市場懇談会は主導的な引受人の立場から、国債管理政策は公社債市場の量的拡大期を通じて質的な向上を達成し、その質の維持継続を図る責務を持つべきことを明確にしたと考える。すなわち、将来、国債の大量発行が消失したとしても、公社債市場と金融市場の円滑かつ効率的な維持運営のために国債発行・流通が位置付けられるであろうことを、示唆するものである。

とはいえ、ここでいわれる「市場」はなお、流通取引の仲介機能に焦点が置かれているのではない。第19回懇談会で触れられたように、国債投資家層が市場の片側に明確に位置付けられてはいないと思われる。民間証券の発行者に比較すれば絶対的・強権的な国債発行者（国家）の対極にいたるのは、堆積する不良債権にあえぎ、再建の目途が立たない金融機関である。とはいえ発行者と大投資家（大引受人）はいわば市場におけるプロフェッショナルであり、相互に事情が理解できる状況にある。大投資家の背後にいる物言わぬ最終投資家（預貯金者、保険契約者）に、第2次大戦後のインフレーションによるなし崩し減価のようなリスクを負わせないことこそが、現在の国債管理政策の最終目標であろう。

注

- 1) 小林和子「証券市場にとってグローバル・スタンダードとは何か」『証券経済研究』第18号参照。

- 2) 1876年8月1日「国立銀行条例」改正により、①銀行紙幣の金貨兌換は取りやめられ、②資本金の8割を公債証券をもって供託し、同額の銀行紙幣を発行し2割を政府紙幣をもって引き換え準備とすることとなった。加藤俊彦『本邦銀行史論』東京大学出版会、1957年、30頁。
- 3) 1876年8月5日「金禄公債証券の書入、質入ならびに売買約定取結び禁止」布告。1978年9月11日東京株式取引所における売買開始を前にして、同布告は同年9月9日解除された。日本証券経済研究所『証券年表』（明治・大正・昭和）による。
- 4) 日本の株式取引所は公債取引所として成立し、東京株式取引所の売買立会い開始時点で上場されていた銘柄は3種類の公債のみであった。東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』1928年、参照。
- 5) 大蔵省『明治大正財政史』第11巻「国債（上）」、619-622頁。
- 6) 同書、886頁。
- 7) 同書、419-420頁。
- 8) 同書、558-564頁。
- 9) 大蔵省『昭和財政史』VI、「国債」、巻末表による。
- 10) 同書、368-370頁。
- 11) 同書、368頁。
- 12) 日本証券経済研究所『証券関係文献目録』（明治・大正・昭和）による。
- 13) 国債処理策については大蔵省『昭和財政史—終戦から講和まで』11「政府債務」、小林和子「国債問題を考える」『証券レビュー』第42巻第1号、参照。
- 14) インフレーションに関する基本的数字は日本銀行『本邦経済統計』、原薫『日本の戦後インフレーション』法政大学出版局、1968年、による。
- 15) 会計法条文は著者代表細野長良『新体総合注釈大六法全書』法文社、1943年、による。
- 16) 日本興業銀行編、第24回『全国公債社債明細表』1950年、による。
- 17) 1965年11月11日証券取引審議会意見書は、『第4回大蔵省証券局年報』（1966年版）所載。
- 18) 日本証券経済研究所『証券関係文献目録』（明治・大正・昭和）による。
- 19) 『金融財政事情』1990年3月19日号。
- 20) 『日本経済新聞』2000年9月19日付。
- 21) 国債市場懇談会ホームページ資料による。
- 22) 『日本経済新聞』2002年10月17日付では「国債引受シ団廃止で一致」と報道されたが、財務省の懇談会ホームページではさほど明確ではない。
- 23) 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社、2001年。

（当研究所理事・東京研究所主任研究員）