

国債発行の自由化プロセスの日本的特徴

——市場仲介者サイドの視点からの一考察——

岩井 宣章

要 旨

わが国の国債発行が市場原理に沿って行われるようになったのは、それほど昔ではない。国債は昭和41年に財政原資調達手段として本格的に発行されるようになり、その発行方式としては市中公募方式が採用された。しかし、発行条件の設定などが市場ニーズに沿って運営されることにはならなかった。国債の発行者は金融政策の当事者でもあり、金利体系など当時の金融構造に配慮して、市場原理を十分に尊重した起債運営に抵抗があったからである。50年代に入り国債が大量発行されるようになると、発行者においては金利体系維持より財政資金ニーズ充足がより大きな課題となり、また引受シンジケート団を構成する金融機関においても引受負担軽減が課題となり、国債発行に市場原理導入を容認する姿勢に転じるが、それでも金利体系維持等が許容されるような金融環境（金融緩和等）が到来する場面では、旧に服するなど、国債発行に市場原理が広く採り入れられるようになるには多くの時間を要した。

一般投資家への販売を担当する証券会社は、その販売が直接に金融市場の動向に影響されることから、国債発行開始時から発行条件の実勢化、投資ニーズに即応した種類の多様化を求めた。しかし、昭和40年代においては、ほとんど進展をみることはなかった。それでも証券会社は税制面の優遇措置や小額資金による購入制度などを活用し、国債販売に力を注いだ。50年代に入り発行条件の実勢化や国債種類の多様化などが徐々に進行すると、証券会社はその進展度合いに応じて国債販売実績を大きく拡大させ、国債発行への市場原理導入が一般投資家の販売拡大につながることを、実績をもって示し、その更なる推進を発行者等関係者に促した。そして昭和60年代前後には、発行条件実勢化等の国債発行の多くの面において市場原理導入が実現する。

証券会社が金融商品として魅力が大きいとはいえない時代から国債の販売に一貫して努力を傾注したのは、将来の債券引受業務への展望があり、債券流通市場

における仲介者としての地歩の確保という意図があった。とはいえ国債の本格的発行当初から国債発行への市場原理導入を促し、またその速やかな実現を求め続けたのは、仲介業者として多数の投資家と対峙する証券会社であったのも事実である。

目 次

はじめに

- I. 長期国債の発行時の仕組み（発行・引受の仕組み）
- II. 国債発行関係者の考え方
 1. 発行者（政府）
 2. 金融機関

3. 証券会社

III. 自由化へ向けた展開

1. 40年代－“少量発行時代”
2. 大量発行下での自由化進展

IV. 自由化における市場仲介者が与えた影響

はじめに

わが国の国債は今日では、政府の資金調達手段として、国内外の投資家の運用対象として、確固たる地位を獲得している。しかし、その発行が市場原理に沿って行われるようになったのは、それほど昔ではない。国債は41年に財政原資調達手段として本格的に発行されるようになり、その発行形態としてはシ団引受による市中公募方式が採用された。シ団メンバーは金融機関と一般投資家に販売を行う証券会社であったが、当時は発行条件等への市場原理導入が十分でなかったことから、金融市場の動向に影響される証券会社引受分の販売には相当の努力を必要とした。やがて、国債発行は市場原理を尊重したものと転化していくが、投資家との接点を有する証券会社が市場仲介者としてその過程においてどのように係わりを持ったかを再考する。

なお、文中意見にわたる部分は、筆者の属する機関の見解ではなく、筆者の個人的見解であることを予め記す。

I. 長期国債の発行時の仕組み（発行・引受の仕組み）

戦後、わが国において国債が財政原資の資金調達手段として本格的に発行されるようになったのは昭和41年1月からであり、その際の国債は期限7年の1種類であるが、その発行・引受の仕組みは次のとおりであった。

- ・発行形態：シンジケート団引受方式による市中消化方式が採用された。その実態は応募する金融機関への資金量に応じた割当消化であった。
- ・シンジケート団の構成者：保険会社等を含めたわが国における多くの金融機関と主要証券会社で構成される。主要証券会社は、その下に国債証券引受団を組成し、その代表者としてシンジケート団に参加していた。シンジケート団参加金融機関は、その資金量を基礎に後述の「各月における発行プロセス」に示す引受責任シェアが決定された。既に昭和28年から発行されていた政府保証債（以下、政

保債という)と異なるのは、生・損保もシンジケート団に参加しておりオール金融機関が国債の事実上の割当発行に参加していたこと、金融機関メンバーの引受責任シェアは発行額をそれぞれ均等化してほぼメンバー一律の割当となる政保債と異なり、各金融機関の資金量の多寡に応じて決定されることである。それは金利の低位固定化の下で政保債以上にシ団金融機関にとっては割当色の強い仕組みであった。一般投資家に募集を取扱う(販売を行う)のは証券会社のみとし、その目途(責任シェア)は10%とされた。

- ・各月における発行プロセス：発行者とシンジケート団幹事(大手都銀が輪番で務めた)で発行額、発行金利の水準を交渉し、大筋の方向を詰めてシンジケート団会議を開催して検討を行い、その結果を踏まえ幹事は発行者と協議し決定した。とはいえ発行額、発行金利の決定には、発行体の意向が大きく反映することが多かった。各月における各シンジケート団メンバーの引受額は、まず証券会社による取扱い額(販売額)を決定し、その額と発行額との差額を証券会社以外の金融機関が予め決められたシェア(引受責任シェア)に応じて割当的に引受ける。

II. 国債発行関係者の考え方

国債は、その発行形態としては市中公募方式が採用されたことから、市場原理に即して発行されることが本来的に期待されたが、当時のわが国経済情勢や金融市場実態の下で、直ちに実現することはなく、これに対する発行関係者の対応や考え方は次の通りであった。

1. 発行者(政府)

一般予算の原資として必要な規模の発行額は、金融環境や証券市場の発展状況から証券市場(証券会社)に多くを依存することは難しいと判断し、その多くを金融機関に依存せざるを得ないとする。国債の発行金利(狭義の発行条件)については、資金調達者としてだけでなく、金融政策当局の立場からも長期金利の機軸となることから、できる限り低位に止まることを欲した¹⁾。

2. 金融機関

当時の経済情勢、金融構造の下、相当額の引受を承知せざるを得ないと理解していた。また、政府保証債や社債の例から日銀信用により、応募した国債の流動化が措置されことを期待した。また、銀行の窓口で国債を一般投資家に販売するいわゆる「国債窓販」についての思惑があったが、手間に比べメリットが少なかったことや銀行法や証券取引法上の法的整合性の確認等も必要であったことから、妥協としてシンジケート団契約においてシンジケート構成員全員が募集取扱いを行うことを建前として、シンジケート団間の覚書をもって証券会社のみが募集を行う方式とすることで証券会社と間で了解に達した。この結果、手数料総額50銭のうち2銭を特別手数料との表現で募集を取扱う証券会社に帰属することとした。国債窓販の実施は今後の課題とされた。

3. 証券会社

証券会社は、唯一の募集(販売)取扱者であり、その販売には金融市場の影響を直接に受けることから、発行金利(発行条件)、発行額等

の広義の発行条件は市場原理の沿ったものとなることを希求した。しかし、足下の経済・金融環境からそれが直ちに実現することが難しいことも理解せざるを得なかった。発行条件の実勢化が直ちに実現し得ない懸念や当時の民間資力の状況から、引受シンジケート団は証券を引受し、投資家に販売する者によって構成されるものであると考え方を有していたものの、発行の緊急性からシンジケート団の構成メンバーに応募者が混在することは、発行開始時点においてはあきらめざるを得ないとした。実際、一時、証券会社は、シンジケート団の構成において金融機関等の応募者は全て証券会社を通して募集に応じる地方債方式を望む声があったが、その多くを消化する金融機関の理解が得られないと判断から断念している。1、2年後を目途にその後引受者によってシンジケート団が構成されることを目論んだ。40年11月の証券取引審議会「公社債市場のあり方からみた国債発行について」においても、「公社債市場正常化の足がかりとして、本来、証券会社のみで引受シ団を構成すべきである。混在シ団は一時的特例とすべきである。」としている。(結果的には、証券会社の希望は充足されなかった。後述する国債窓販開始により、証券会社の思惑とは逆の形で実現している。)

もっとも、同時期の金融制度審議会では「国債の発行形式として、市場環境の現状及び予想される発行規模の大きさなどから推定される消化構造を前提にした場合、消化円滑化を図る観点から、また発行額、発行条件などを発行の都度発行者と関係者間に意見を調整する必要性があり、現在政府保証債についてとられているようなシ団引受方式をとることがもっとも有効かつ望ましいと考える。」²⁾とし、混在シンジケー

ト団の組成を容認している。

なお、証券界には当初、政府保証債や社債の経験から金融市場の影響を直接受ける金融商品として国債を消化することが容易ではないとし、発行の緊急性や当時の金融環境から日本銀行による資金を利用し、一定期間後に市中公募への移行する考え方があった(40年8月日本証券業協会連合会、公社債引受協会提言)³⁾。

Ⅲ. 自由化へ向けた展開

1. 40年代－“少量発行時代”

証券会社は、昭和23年に制定された証券取引法において長期資金調達の手として産業金融の分野においては証券会社の専業であることが規定され、また国債発行においても戦前では、金融機関シ団の下で下引受けに甘んじており、国債の本格的発行をきっかけに、引受業務の確立の糸口とすることを願望した。証券会社の引受けた国債は、投資家に広く販売することから、国債発行への市場原理が導入され、金融商品として投資魅力が備わっていることが円滑消化の必要条件であり、その実現こそが引受機能発揮そのものといえるが、これに対する発行者を含め関係者の抵抗は大きかった。また、国債の発行後において投資家との売買ニーズを受けて仲介者としてその機能を発揮するべく流通市場も、発行条件の実勢化進展しない中では後述の通り、小額規模の換金ニーズをつじつま合わせ的に処理する場として機能するに止まった。証券会社はそれでも、国債利子に対する税制優遇や小額資金で購入を可能とする国債累積投資制度といったいわば副次的なもので付加価値をつけて国債販売を推進していった。それが

故に、こうした付加価値をつける措置は、発行金利の自由化等、国債発行への市場原理の導入が進展すれば、相対的にその重要性が後退する性格を有するものであった。

(1) 発行面

戦前の国債発行において証券会社は、シ団銀行から販売玉を受け入れて、国債を投資家に販売しており、下引受に過ぎなかった。また、昭和23年には、証券取引法が施行され、資本市場を通じた産業資金の供給においては、証券会社の専業とすることが定められたもの、社債においては、金融機関が受託銀行として、また発行条件の実勢化が不十分な下でその大口消化先として、発行段階において大きな影響力を有しており、証券取引法で付与された引受機能を十分に発揮し得ない状況にあった。

それだけに国債が本格的に発行されるあたり、社債に比し大規模な発行量であり、幅広い投資家の参加が期待でき、また、公社債の中核たる存在となるべき国債の引受・販売に積極的に取り組むことにより、引受機能の発揮を期待した⁴⁾。証券会社の引受けた国債は、一般投資家への販売され、金融市場の動向の影響を受けることから、その機能を発揮し、円滑に消化していくためには、発行条件が実勢化されており、有価証券としての転々売買を保証する流通市場が形成されている必要がある。証券会社は、その実現を希求したが、発行者やシ団金融機関の同調を得るには至らず、国債の発行条件も流通実勢を下回ることが多かった。このため証券会社は、国債引受シ団として各年度の国債発行額を了承する場である国債発行世話人会などにおいて、毎年、その年の個人投資家等の販売状況を報告するが、その際に国債発行当局に

対する要望事項として発行条件の実勢化を求めることが常であった。

40年代においても金融緩和期においては、流通実勢が擦り寄る形で発行条件が流通実勢に近づく場面も見られたが、一時的であり、金融引締め期に入ると再び、流通実勢と乖離することが、多かった⁵⁾。金融引締め下では、発行条件と流通実勢との乖離が拡大し、国債の消化が難航し、募集残を生じ、また個人等からの換金売りも増大し、在庫玉が膨らみ、証券会社の経営を圧迫する事態も招来した。こうした場面では、一段と発行条件の実勢化の主張を強めるが実現することはなく、結局、増加する在庫玉のファイナンスを流通金融等に求めて凌ぐこととなった。

とはいえ引受・販売実績を積み重ねることは、将来の引受業務確立への展望につながることから、後述する税制優遇措置や小口投資制度など活用し、40年代を通してほぼ毎年、証券引受責任であるシ団引受額全体の10%の取扱いを実現している。

(2) 流通面

証券会社は、発行条件設定のための的確な流通実勢を提供するとともに、公社債流通市場の正常化のきっかけとしても国債流通市場の本格的形成を希求した。また、流通市場が形成されることによって、市場仲介機能を発揮できれば証券会社の国債シ団内における発言力が高まると考えた。

長期国債の本格的発行を控えて、40年12月に引受証券会社で組成される公社債引受協会によって、既に行われていた社債の気配発表に新たに政保債、地方債、金融債を追加発表することとしている。これは、気配情報の充実だけではなく、国債に類似する政保債の気配を発表

することによって、長期国債の発行条件決定の参考となる実勢を提供しようとする意図があった。長期国債の発行後においては、41年6月には東京証券業協会より国債気配が行われるようになり、さらに41年10月には証券取引所において国債の取引が開始されている。

しかし、40年代においては実をあげることはなかった。国債発行条件の実勢化が進展せず、大宗を引受る金融機関からの売却がなく、売買されるべき相当量の国債が市場に流入することもなかったからである。実際に証券取引所における取引は、少額規模の個人換金ニーズへの価格情報提供を意図した値付け売りに止まる。発行条件の実勢化進展がないことから、その値付けも個人顧客の換金損等を考慮して発行価格の極僅かの下値でという政策的意図を有するものであった。また、それは在庫を抱える証券会社の評価損を小幅に抑えることにもつながっていた。しかし一方で、金融引締め時においては、換金損が少額に止まることから、その時における相対的に金利の高い金融商品への乗換えを誘い、国債の売却を増大させることにもなった。ちなみに43年5月から7月にかけて募集残が大きく生じ、証券会社経営への負担が増大している。このため日本銀行や日本証券金融会社は、証券界からの要望を反映する形で、同年11月に日本証券金融を通じる従来の公社債引受金融を公社債流通金融に発展的に解消し担保対象に国債等を加えるとともに、日本銀行は信用供与額(50億円)の枠の撤廃を行うなど、証券金融制度の拡充を図っている。公社債流通金融は43年12月、72億円の融資を皮切りに、その後も折々の場面で生じる証券会社の募集残の規模増大を眺めて証券金融会社による融資額が逐次拡大されていった。また、従来からある現先売買方式も

ファイナンス手段として積極的に活用された。

また、国債発行を機に個人投資家への販売のアフターケアーとしては、個人投資家の換金価格の透明性確保のため100~400万円を証券取引所に取引を集中させるとともに、それ以外の証券会社の店頭での取引については値幅制限ルールを明確にし、適正な取引価格の確保を図る措置を講じている。もっとも、その取引の基礎となる価格は前述の通り、値付けによる底上げされた価格であった。証券会社はこうして買い取った国債を金融緩和期まで持ちこたえれば、その負担の回復も可能であるが、金融引締めめに転換されると、投資家からの売りものが増大し、そして価格も下落も強まり、日を追って評価損が拡大するリスクを孕んでいた。場合によっては、そうしたリスクの可能性を嫌い、実勢に合わせて価格で機関投資家など転売することもあったが、それは評価損を売買損として現実化することであった。

これらは将来の市場原理の基づいた本格的な国債発行・流通市場形成に向けた先行投資と考えると、その負担は決して小さくなかった。

(3) 国債の商品性向上の方策

証券会社としては、シ団メンバーの金融機関や発行者の十分な支援や同意が得られず、発行条件実勢化が進展をみなかったが、各種の措置により個人投資家を対象に国債消化推進に努めた。証券界は40年12月に国債利子について額面50万円から100万円程度を限度に非課税とする別枠少額非課税制度導入要望を行っており、43年4月から優遇税制が措置されている。当初は発行後1年以内の国債を対象に額面50万円までを上限に、保有後の2年間まで利子について非課税とされた。適用対象要件はその後、証券界

の要望もあり、対象限度額の拡大や対象債券の要件の緩和が図られ、同制度の充実が図られている。その利用実績を見ると、40年代においては個人投資家の多くが同制度を利用し国債購入を行っている。また、少額資金でも国債購入可能とするための国債の小口券面化を要求しており、同制度と同じ時期に実現（最低券面額を従来の10万円から5万円に引下げ）している。さらに証券界は43年7月には事実上国債を1万円から購入でき、利子、償還金が自動的に再投資される国債累積投資制度を導入している。ちなみに43年以降では、証券会社が販売を行った国債の3割がこの制度を利用して購入されている。

40年代は、発行条件実勢化が進まず、本格的な流通市場も形成されないなかで、このような形で国債投資に付加価値をつけることによりその商品性向上を図り、証券会社はその販売額の拡大に努めたといえる。

2. 大量発行下での自由化進展

50年代に入ると、国債発行規模が拡大し、いわゆる大量発行時代を迎える。このような状況変化の下で、40年代とは異なり、金融機関においても国債発行への市場原理導入に対して一定の範囲で同調するようになり⁶⁾、発行者においても金融政策など整合性を勘案しつつ増大する財源調達ニーズを充足するため、これを採り入れる方向となる。

国債発行に関する証券会社による各種の要望や主張が実現に向かい、流通市場改善も実効性を増すようになる。中期利付国債に公募入札方式が導入されるなど、長期国債をはじめとして国債の発行条件が流通実勢を反映して設定され、広義の発行条件である国債種類の多様化

も、金利体系に比較的影響の少ないとされるゾーンから漸進的に進行するとともに、流通市場も本格的に形成された。

とはいえ、国債発行への市場原理導入に対しては関係者のその内容や時期などの考え方に温度差があり、漸進的に進化した。

また、国債は金融商品として条件を備え、公社債市場における発行、流通面の中核商品となるなか、40年代に見送られた金融機関による国債を介した証券業務への進出への回答を迫られることにもなった。

(1) 発行関係

<発行条件>

国債の大宗を占める長期国債の発行条件は50年代に入り、実勢化に向けて前進する。

50年代前半においては金融緩和期において条件引下げ方向での実勢化が進み、金融引締め下では、再び流通実勢との乖離が拡大するという展開を辿った。52年に入り、折柄の金融緩和進行の下で、発行条件が相次ぎ引き下げられ、市場実勢を反映した改定が行われる。しかし、53年に入ると金利底打ち感が台頭し、その後金融政策が引締め転換されると国債市況が大きく軟化する。国債の発行条件も引上げ方向の改定が行われるが、流通実勢に比し十分なものとならなかった。流通実勢との乖離が残り、証券会社を通じた募集がしばしば難航し、シ団金融機関においても国債評価損の拡大等が生じた。国債の発行者は、金融政策当事者として景気動向への配慮や各種金利バランスに大きな影響を生じない範囲での条件設定を求めたことによるものである。その調整を国債の月々の発行額圧縮に求める場面も見られた。証券取扱いも減額されたものの、新規に発行される国債を購入し、一般

投資家が短期間に市場で売却すれば売買損が生じるだけに募集難航を回避することはできなかった。50年代後半では、こうした矛盾が頂点に達し、国債の休債という事態を招来する。56年に入り、国債市況の一段の悪化から国債シ団は大幅な発行条件引上げを求めるが、景気動向とその金融政策との整合性から長期金利全般の全面改定につながることから、難色を示す発行者と交渉が難航し、6月から8月までの間において休債に追い込まれる。この間、政府は財政の資金繰り窮迫を回避するため特定金融機関を消化先とした非市場性の国債の発行を行い、これを金利体系の枠外と位置付けて、他の長期金利への影響を回避している。国債休債は、その後57、58、59年においてもほぼ夏場において生じている。

金融政策との整合性、金利体系維持と国債の円滑消化が、大量の発行規模と後述の通り国債流通市場が本格的に形成される中で成立できなくなったことを物語るものである。こうした経緯を経て長期国債の発行条件は、59年頃からほぼ毎月のように流通実勢を勘案して条件が改定されようになっている。

また、53年6月には中期利付国債が公募入札方式で発行されようになった。本来は入札方式による発行条件は、発行者の提示条件を基に応札者のニーズに応じて決定されることから流通実勢に沿って設定される仕組みであり、実際、53年9月には3年もの国債利回りが公募入札方式によらない5年もの割引国債(シンジケート団引受)利回りを上回っている。しかし、そのまま公募入札で発行される国債の発行条件が実勢化する訳ではなかった。54年度に入ると、短・中期金利が大幅に上昇し、長短金利差が接近ないし逆転する状況なかで金利体系に配慮し

て、落札額を入札予定額に対して大幅に下回るいわゆる足切りが実施された。発行額を大幅に抑制し、中期利付国債の発行利回り(落札利回り)を低位に抑えた訳である。その結果、54年度では中期利付国債の年度発行計画の4割しか達成されない事態が生じている。それでも54年8月には3年もの期限の利付金融債利回り、さらに10月には同じく3年もの国債利回りが5年もの利付金融債利回りをいずれも若干ながら上回るに至っている。こうした足切りは、その後折々でみられ、60年代初めまで生じる。

国債発行条件実勢化は曲折を経ながらも60年代に入ると、大量の借換え債発行を迎えてこれまで以上に国債の市中消化量が拡大することとなり、しかも金融機関保有国債の市中売却や中期利付国債の公募入札化の進行によって機関投資家や事業法人など幅広い投資家層が保有するようになっており、従来の金融機関だけに乗り替えを勧奨する国債借換え方式の実効性がなくなり、その円滑な借換え発行に従来以上に発行条件実勢化が不可避となり、国債発行条件の実勢化が貫徹することとなった。

このような国債発行条件の実勢化する過程において、幅広い投資家との接点を有し、流通実勢との乖離状況に応じて募集が難航し、募集残につながるリスクを有する証券会社は、実勢化の実現を強く主張し、その幅も流通実勢に極力沿ったものとなることを求めるのが常であった。そして、発行条件の実勢化の進展度合いに応じて、一般投資家に向けた販売が伸長することを販売実績をもって示した。特に中期利付国債の公募入札においては、証券会社が発行額の大宗を取得し、一般投資家等に販売を行った。55年度では中期利付国債、割引短期国債を含めた市中消化国債全体に占める証券会社取扱額

は38.1%に達し、都市銀行の26.5%を上回り、業態として首位となり、62年度には長期国債単独でも31.4%と都市銀行の29.4%を上回り首位になり、その後もその地位を確保するに至っている。こうした販売実績に基づく証券会社の声は、発行者にとって円滑な消化の方策検討において、次第に無視し得ない大きな声となっていくとともに、関係者の発行条件実勢化が国債消化拡大の実効性の理解促進につながった。

なお、証券会社にとって、長期国債の発行条件の流通実勢に応じた変更は、国債が長期金利の機軸とされる下では、その変更は社債等すべて長期金利の頻繁な改定を容易にする面があり、そうした意味で国債の発行条件は証券界にとって他の関係者より、その重さが大きかった面もある。

<発行種類>

国債大量発行は広義の発行条件である国債償還期限についても円滑消化推進の方策として多様化を促した。国債種類多様化の先兵となったのは、中期割引国債であった。国債大量増発を控え、引受業務を営む証券会社で構成される公社債引受協会は50年に入り、その円滑消化等検討する国債問題研究会を発足させ、個人消化の円滑化と拡大のための意見書「国債大量発行に際しての証券界の要望⁷⁾」をとりまとめ9月に大蔵省等に提出している。その中で発行種類の多様化として、期限3～5年の割引国債または利付債の発行を要望している。中期割引国債については、新商品により発行条件実勢化を図るという面もあったが、割引という形態で新たな投資ニーズの掘り起こし、あるいは税制面の有利性にも着目し、主として個人投資家の投資拡大を狙った点大きい。

大蔵省は大量増発の消化策として50年12月に

中期割引国債導入をシ団金融機関にサウンドした。しかし、わが国では銀行業務の分業化に端を発し、期限に応じた資金調達領域が既得権益化しており、とりわけこの領域を資金調達ゾーンとする金融機関である長期信用銀行、信託銀行から強い反対があった。証券界では51年9月の全国証券大会所信「……新種国債発行など抜本的改善などをとられることを強く要請する」など不退転の決意を示すが、その実現に対し金融界の抵抗が継続した。

最終的に52年1月に、その発行額を小規模に抑える、ボーナス月を極力避けて奇数月発行とするなど、銀行業務に影響が少ない範囲に止め、また銀行窓販を証券取引審議会で検討するなど条件を付すことにより、ようやく実現する。その後も、割引国債の発行額は小規模に抑えられるなど、導入時の基本方式が踏襲され、国債の円滑消化に大きく寄与したいえないが、銀行の資金調達と競合するゾーンにおいて国債の期限多様化が実現したという点で意義は大きい。

銀行界が懸念したことでもあるが、割引国債に端を発し、引続き国債発行形態の多様化が利付形式においても進む。発行者から53年4月に期限2～4年もの中期利付国債を公募入札発行のサウンドが証券界に行われ、証券界としてこれを歓迎する旨を回答する。一方、金融機関は、中期割引国債の時と同様に反対を表明し、最終的には銀行窓販売実現やCD発行実現などを要求したとも伝えられるが⁸⁾、53年5月下旬に開催された国債発行世話人会で了承される。とはいえ中期利付国債の発行は金融機関の資金調達ゾーンとして比較的競合性の少ない3年債から開始された。しかも、当初は資金運用部引受での実験からスタートしている。発行者とともに金融政策担当者である当局としての配慮に

よるものとみられるが、その後54年には、2年利付国債、55年に4年利付国債の発行が行われる。実現が遅れたのは長期信用銀行の資金調達源と競合する5年利付国債であった。証券会社は社債における実績等を踏まえその実現を主張したが、銀行側の抵抗は強く、まず6年利付国債がそのニーズの代替として平成6年2月に発行されている。6年債については金融機関への配慮もあってか、その統計分類上は長期債として扱われた。結局、5年利付国債は、長期信用銀行制度が崩れる平成12年2月に実現している。

中期利付利付国債は、発行開始時点では金融緩和進展、事業法人の運用資金拡大から個人投資家以外への販売が意図されるが、預金との金利面の比較からの個人投資家からの購入ニーズも示され、発行から1年を待たずして個人投資家の販売も増大していった。

こうした中期利付国債における証券会社の取扱額はその発行額全体の大宗を占め、多様な種類の国債を通じて円滑消化に貢献しているが、証券会社サイドにおいても、従来の中期ゾーンの金融商品の品揃えを充実することにより、多様な顧客層の獲得、証券会社の業容拡大につながることを期待したことも否定しえない。

(2) 流通関係

国債大量増発の開始に伴い金融機関の保有国債が累増し、資金繰りや収益確保の観点から、52年に金融機関の保有国債の市中売却が容認される。これにより市場売却を意図した国債が市場へ大きな規模で流入することとなり、多様な投資家の需要によって需給が統合され、価格が決定される本格的な国債流通市場が形成されるようになり、その売買規模も漸次拡大していった。証券界等としては、流通市場拡大が発行条

件実勢化推進の基盤を一層強固にし、またそれは公社債全般の流通市場正常化にも連なるとの観点から、その取引価格の透明性向上、取引の円滑化促進のために流通市場整備に積極的に取り組んだ。

日本証券業協会では、52年12月に公社債の気配発表制度において従来、週一回の気配発表に止まっていたのを改め、機関投資家向けに毎日気配発表する「指標気配」制度を新たに導入するとともに、同制度において発表される気配を合議制による恣意性を排除するため売買中心価格を集計し、その価格を気配として発表することとした。さらに53年8月には同制度の信頼性向上、投資家の利便性向上のために売り気配、買い気配の双方を発表する方式に改めた。また、52年2月には国債中心に膨らむ現先売買利回り（参考利回り）の発表も開始されている。

東京証券取引所においても、店頭市場での売買手法に近似した売買を取り込むため54年4月に国債等において大口取引制度の導入を行い、取引所取引制度の改善が図っている。さらに60年12月には国債売買の活発化に伴う価格変動リスクに対するヘッジニーズ充足のため、低コストでこれを可能とする先物取引の導入、さらには平成2年5月には先物オプション取引が導入された。

国債は、高い信用度を有し、1銘柄あたりの発行額が他の公社債に比し圧倒的に大きいなど、本来、転々売買される金融商品として適格性が極めて高い。その国債の取引価格に係る事実上の制約がなくなり、気配情報の充実等取引に係るインフラが整備され、投資サイドにおいても、高度成長から安定成長への移行という大きな環境変化の下で、民間部門における投資対象が設備投資(あるいは貸出し)だけでなく金融商

品等へも目が向けられるようになる中で、国債投資が拡大する与件が十分に整ったといえる。

国債売買規模は50年以降急速に売買規模が膨らみ、公社債流通市場の全体の規模拡大を促し、50年代後半には公社債売買の大半を国債が占める。

国債流通市場において売買が活発に行われることは、投資家のニーズに応じた国債への投資が流通市場においても可能になり、また多量の売り買いニーズに基づき形成される価格が広く提供されるようになると、新規に発行される国債の募集や発行条件の設定に影響を与えない訳がない。投資家は、購入に当たり、発行市場と流通市場の双方を比較して有利な選択が可能であるので、新たに発行される国債の円滑消化には、流通市場で形成される実勢を尊重した発行条件の設定が欠かせなくなる。もっとも、こうした展開を可能とする国債流通市場が50年代に入り、直ちに実現できた訳ではない。わが国の国債流通市場において、特徴的な現象として“指標銘柄”という取引銘柄が存在した。指標銘柄とは、どちらかというと短期間の国債売買ニーズが主体であるが、こうした売買ニーズをほぼ集中的に受けて取引される銘柄である。それ以外の銘柄は、ある時点まで多くの投資家の投資ニーズを受け入れて、購入できるほど流動性が直ちに高くはならなかった。金融機関による国債の売却の増大や銘柄間の金利裁定を容易にするインフラ（国債先物、債券貸借制度などの導入）などが進展する中で、上述のような国債流通市場が形成されていく。その進展状況に応じて、国債発行条件への影響力を強めていった。その時期の検証は別の機会に譲りたいが、恐らく昭和60年前後ではないかと思われる。いずれにしても、国債売買の活発化は、国債発行

条件の実勢化推進を促す基盤となった。

今日では、国債は金融商品の中では、もっとも流動性が高く、換金性の高い商品として地位を獲得しており、また各種の金融商品の金利設定のベース金利としても利用されている。

（3）国債の商品性・流通性向上の方策

証券会社による国債累積投資、別枠国債非課税制度を活用し、個人投資家に向けた国債販売努力は50年代に入っても継続された。しかし、市場原理に沿った国債発行が進展し、その商品性が相対的に高まるなかで、その重要性は後退していった。これらを利用した販売額の証券取扱額に占める割合が50年代後半以降から漸次低下を示した。発行条件実勢化、国債種類の多様化のなかで、このような仕組みを利用しなくても、国債は十分に投資魅力を有するようになり、発行条件以外の投資魅力向上策の政策的重要度が後退したためである。それは証券会社における国債投資層において、個人投資家以外の多様な層への販売が容易になったことでもある。ちなみに40年代には長期国債における証券取扱額のほとんどを個人投資家が占めていたが、発行条件の実勢化が一層進展した60年度には4割強に低下し、更に63年度には1割台に低下しており、その分こうした制度を活用しない機関投資家や事業法人への販売が拡大している。なお、別枠国債非課税制度は、税制改正により、63年4月以降は適格対象者が高齢者等に限定され、平成15年度以降はさらに適用対象者が障害者等に限定され、制度の縮小が図られている。このほか、50年代には国債を組込んだ新商品が相次ぎ開発され、国債を含む公社債担保貸付制度なども導入されたが、大きくは伸長するに至らなかった。

国債発行に市場原理が導入されるようになると、証券界の関心は国債市場の更なる発展・拡大のため市場参加者の使い勝手を良くすることに重点が移っていった。こうした観点から平成時代に入ると、規模の大きい資金流入も期待できる海外投資家や国内事業法人の積極的参加を促すため国債利子に係る源泉徴収制度の撤廃やグローバルスタンダードである国債をベースとした短期金融取引の機能を有するレポ取引の導入の実現に証券会社の要望の力点が置かれるようになった。これらも、近時実現を見ており、国債市場の更なる発展に連なっている。

(4) 金融機関の窓販、ディーリング

40年では今後の課題とされた金融機関による窓販、ディーリング等も、国債大量発行開始を受けて、回答が出された。

50年代に入り、国債大量発行から金融機関保有国債が累増し銀行経営上の問題となるとの判断から、52年12月都市銀行の政策面を検討する集まりの「都市銀行懇話会」が国債窓販を認めるよう当局に要望した。その内容は、新規発行債の販売だけでなく、その跳ね返り玉の買取など既発債売買を含むものであった。53年2月には、証券界は国債の円滑消化、個人消化の拡大に重要なのは、発行条件一層の弾力化と投資ニーズに即応した国債種類の多様化等であり、現行体制の下で今後の国債増発に対応可能との趣旨の要望を大蔵省等に行い、反対である旨を表明した。金融機関は国債投資家と市場仲介者の二面を有しており国債市場の健全な発展に繋がらないこと、なども反対理由とされた。このほかおそらく証券会社にとっては国債の募集等の業務面における競合者の登場であり、発行金利の低位固定化時代から築いてきた顧客層への

影響もあり、証券界の地歩後退への懸念もあったと思われる。その後も双方の主張が交わることはなかった。結局、56年10月に大蔵大臣の諮問機関として学識経験者で構成される「3人委員会」が設置され、検討が行われ、57年3月「銀行等の証券業務について」が発表され、その認可方針が受け入れる形で、58年4月に金融機関による窓販が、59年6月には金融機関ディーリングの業務が解禁された。銀行窓販による国債取扱額は、スタート時から漸次拡大し、証券会社の取扱い額を上回る時期があった。しかし、預金との競合性は否定し得ないこともあり、60年代に入ると徐々にその規模が減少していく。また、銀行によるディーリング業務についても、バブル期が終焉する63年までは盛行を見るが、その後減少していく。さらに金融機関は專業主義が崩れ、平成5年には証券子会社を通して証券業務が可能となり、これら業務は当該子会社が担う方向になっている。現在では、こうした業務はどのような業態が行えるかではなく、証券業をどの主体で行うことが、経済的に効率のかを考慮して決定されるようになっている。

IV. 自由化における市場 仲介者が与えた影響

国債発行への市場原理導入の過程と、その場面における証券界、証券会社の関わりをみてきた。この過程における日本の特徴といえるものは何であろうか。

わが国の場合、長期国債発行時から長らく、流通市場の実勢とそれに基づいた公社債の発行条件設定が必ずしも直接的な関係にはなかった。流通市場における流通実勢が提供されて

も、それが発行条件の実勢化に直ちに結びつくことはなかった。国債の発行者は政策当事者でもあり、景気動向や当時の金利体系などを強く意識し、発行条件への市場原理導入には直ちに結びつかなかったことである。この点、海外の国債市場をみると、第二次大戦後のアメリカやイギリスなどにおいても、発行条件を政策的に抑制されることがあったとされるが、それは流通市場に公的分野が介入して買い需要を創出し、流通価格を引上げ、発行金利の低位化を図ることであった。流通実勢を何をもってとらえるかはあるが、公的部門の買い需要も需要ととらえれば、流通市場で形成される価格は、流通実勢と言うこともできる。少なくとも、新規国債を購入して、短期間に売却しても損は生じないし、その時点では新たに発行される国債と既に発行されている国債のいずれを選択しても、投資採算は同一のはずである。

わが国の場合、海外市場と異なり流通市場が提供する流通実勢に発行条件をリンクさせることから、国債発行への市場原理導入に向けてへの関係者の努力が始まった。それは、広義の発行条件とも言える償還期限など国債種類も含まれる。投資家ニーズがあっても、それが直ちに実現するものではなかったのである。

40年代においては、それを望んだのは一般投資家への販売を行う証券会社のみといってもよい。とはいえこの時代で実現しえたのは税制措置や少額投資制度の導入などであり、それにより個人投資家を対象とした国債の商品性向上策にとどまった。50年代以降になると、発行者など関係者もその実現に向けて行動を起すが、それでも当初は旧体制が許容されるような金融環境が到来する場面では、旧に服する動きを示す。そうしたことが許容されない状況に国債の発行

環境が立ち至ったことを示したのが、56年に生じた国債休債という現象ととらえられる。その休債はその後数年に渡り、折々の場面で生じた後、国債発行に市場原理が貫徹するようになっていく。この間、証券会社は国債発行への市場原理導入を強く主張するとともに、国債発行への公募入札制の導入、国債期限の多様化などが漸進的に進行するなかで、発行条件への実勢化、投資ニーズに沿った国債種類の多様化が一般投資家の販売拡大につながることを取扱い実績の拡大、投資層の多様化をもって発行者を含め関係者に示し、その推進をさらに促していった。

40年代の国債の本格的発行から、金融商品として魅力が大きいとはいえない国債の販売努力に突き動かしたのは、将来の債券引受業務への展望があり、債券流通市場における仲介者としてその地歩の確保という業界としての意図があった。とはいえ、終始、国債発行への市場原理導入を促し、またその速やかな実現を求め続けたのは、仲介業者として多数の投資家と対峙する証券会社であったことも事実である。

今日では国債市場は規模が巨大化し、売買も活発化に行われており、証券会社は市場仲介者としても多くのサービスを提供できるようになっており、先行投資が実を結んだと捉えられるかもしれない。

それでも、かつての国債販売に向けた努力や負担を十分取り戻したといえるであろうか。それには、さらなる検討や試算が必要であろう。

注

- 1) 40年11月金融制度調査会「国債発行に伴う金融制度のあり方」に関する答申「国債の金利については、現段階においては、当面する市場環境、金利構造を前提とし、金利体系におけるバランス及び将来における金利動向を考慮しながら、消化先側と意見調整を行って決定することが適当であろう」
- 2) 40年11月の金融制度調査会「国債発行にともなう金融

制度のあり方」において「国債発行方式としては、シ団引受が最も有効かつ望ましく、シ団による国債の円滑な消化を図るためには、多方面の金融機関をそのメンバーに加える等の配慮が必要である」「現在政府保証債についてとられているようなシ団引受方式をとることが最も有効かつ望ましい」とし、現状では多くの金融機関の応募により消化せざるを得ないとしている。

- 3) 40年8月、日本証券業協会連合会、公社債引受協会連名「公債発行について」

第一「原則として市中公募を前提とすべきである」

第二「今年度ないし明年度の歳入欠陥を補い、且つ当面必要とする有効需要創出に応ずる場合には必ずしも第一の原則にこだわる必要はない」ただし「いったん日本銀行をして発行される場合も、経済情勢に応じて速やかに市中消化が可能になるよう発行条件、税制措置等についてあらかじめ配慮を加えるべき」とする。

同年11月の証取審の「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」では、当初より市中公募を原則とし、市中公募が円滑に行われるために正常な公社債市場の確立が必要との立場をとる。

- ・あらかじめその発行規模等について、民間と政府との意見を十分調整する
- ・発行条件は、市場価格と金融情勢を勘案して決定する
- ・シ団は、募集引受をアンダーライターによって構成されることが本来のあり方、現状において応募者引受者の参加はやむをえないと思われるが、逐次、本来のあり方に沿うよう配慮する
- ・円滑な市中公募のため、国債流通の円滑化と適正な流通市場の形成が必要であり、また証券会社の機能を伸長するよう十分配慮する。
- ・国債を証券取引所に上場し、正規の流通市場を開くことは、公社債市場正常化の前提条件である。
- ・流通市場における証券会社の売買機能を円滑にするための所要資金について必要に応じて適切に配慮する。
- ・証券取引所における市場価格は、将来、日銀オペを行うこととなるよう配慮する。

- 4) 「国債発行の決意が伝えられるや、協会(公社債引受協会一筆者挿入)は戦後初めて新規発行される国債の公社債市場及び証券業協会に与える影響を重視し、直ちに『国債に関する特別委員会』を設置し、検討を重ね、40年8月、10月の再度にわたって引受業者の立場から、国債発行に関する所見と要望事項を発表した。」(社団法人 公社債引受協会史、公社債引受協会史編纂室、74頁)とあり、国債発行を引受機能発揮、公社債市場の正常化の起爆剤として強い期待を寄せていたことが窺える。

- 5) 46年10月に公社債引受協会、日本証券業協会は景気浮揚策の一環として補正予算による増発が行われ、発行計画額が倍増する情勢から、国債を国民の金融資産として定着させ、その募集の円滑化に期する見地から、発行条件の弾力的取扱い、税制上の優遇措置の拡大等について、要望書を大蔵大臣に提出した。その内容は次の通り。

- ① 国債の商品性を高める観点から期限をさしあたり10年への長期化し、利率を上げる。
- ② 国債利子に対する所得税の免除または軽減措置、少

なくとも別枠非課税制度の適用限度額を拡大し、同時に別枠非課税制度の対象となる国債の発行後1年以内という制限を撤廃する。

- ③ 証券会社の販売コストを勘案して手数料の適正化を図る。
- ④ 国債に対する流通金融について質、量両面の拡充を図る。

上記の国債期限化の要望は、預金金利との影響を薄め、国債発行条件の実勢化を進展を意図して面がある。この結果47年1月から期限が従来の7年から10年に長期化されるとともに、利率が6.5%から7%へ引上げられる。この結果、社債(7年債、AAA格)との応募者利回りの格差は、それまで0.743%から0.324%に大幅に縮小する。

- ・国債等個人消化促進のため43年4月に導入された一般マル優枠とは別に額面50万円から100万円を限度に利子を非課税とする国債別枠非課税制度限度枠が、100万円へ引上げられ、47年1月から施行
- ・国債引受手数料が、国債期限が10年に延長されたことに伴い5銭引上げられる。

これら措置は、証券会社の地道な販売努力と相まって国債募集の円滑化に寄与することとなった。国債販売の円滑化の基本となる発行条件も前述の通り大幅に引上げられ、折からの金融緩和進行から47年中はその消化も順調に推移するが、48年に入り金融政策が引締め転換されると、流通実勢拡大し、50年にかけて終始、消化難航に見舞われる。

- 6) 54年6月全国銀行大会における全国銀行協会長挨拶
「昭和54年度は全国銀行の預金増加額の5割を国債消化に振り向けざるを得ない事態も予想されるのであります。……金利機能を活用することはもちろん、国債種類の多様化を含め、極力、流通並ぶに発行の両面における市場原理に沿った政策運営にご配慮願いたい。……財政収支の不均衡は正を図る対策を樹立し、もって国債発行額の削減及び抜本的な対策の実施を……」
- 7) 「国債大量発行に際しての証券界の要望」公社債引受協会

50年に入り、公社債引受協会は、50年度下期以降以降見込まれる国債大量発行への対応検討の国債問題研究会を発足し、個人消化の円滑化と拡大のための意見書を取りまとめる。50年9月に大蔵省等に提出。

- ① 国債の適切な発行条件として、ほぼ実勢化している普通社債の応募者利回りととの格差を約0.5%程度以内にとどめる。
- ② 発行種類の多様化として、期限3～5年の割引国債または利付債の発行を件とする。③税制上の優遇措置として、国債小額非課税枠を500万円に拡大するとともに発行経過年数による対象制限を緩和する。④国債流通市場の円滑な運営を期するため機動的な買入れ消却、日銀のオープン・マーケット・オペレーションによる買いオペ、証券流通金融の拡充など。

- 8) 公社債引受協会史編纂室「社団法人 公社債引受協会史」122頁。

(日本証券業協会常任監事)