

釜江廣志著

『日本の債券市場の史的分析——
戦前と戦後の数量経済史』

(2012年、同文館出版)

小林和子

はじめに

日本の債券市場について歴史分析を行った著書の数はいくつかある。戦前期を中心とした竹内半寿『我国公社債制度の沿革』1956年、酒井書店、戦前戦後期に亘るものとしてボンド・ディーラーの協会であった社団法人公社債引受協会(1998年に解散、日本証券業協会に統合)の、志村嘉一編著『日本公社債市場史』1980年、東大出版会、『現代日本の公社債市場』1986年、公社債引受協会、『公社債市場の新展開』1996年、公社債引受協会、戦後のみであるが日本証券経済研究所公社債市場研究会『戦後公社債市場の歴史を語る』2011年、同所、などがある。これに、戦前期資料集ではあるが日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦前編第八巻「公社債・投資信託・税制」2011年、同所を加えてもよい。最初に挙げた竹内は日本興業銀行役員である。債券市場の歴史は、いわば長期にわたり職掌がら公社債市場に深く関わったものが手を染める類のテーマであった。今回、この系列に加わった本書の著者、釜江廣志氏は大学に勤務する研究者であり、その研究の一端として大蔵省『昭和財政史』、財務省『平成財政史』の

「国債」編を担当してこられた。また分析手法は計量経済学を用いておられる。債券市場の歴史分析としては異色であり、戦後60余年を経て、ようやくこうした著書が現れたことを心から喜びたい。

本書は数量経済史で「数量分析」の評価に重点をおけば書評者には書評の資格がないが、歴史としての観点も多々盛り込まれているので、能力の許す範囲内であえて書評を試みる。不十分さはあらかじめお詫びしておきたい。

本書の構成と結論

本書は戦前戦後を通して全14章であり、以下のような構成を持つ。第1章に「概説」、対応させて第14章に「まとめと政策的含意」を置き、前半の第2章～第7章で戦前期を、後半の第8章～第13章で戦後期を対象としている。まず戦前期と戦後期に分けて内容を見ていきたい。

第1章 本書の概説

第2章 戦前債券市場の推移

第3章 戦前国債市場構造の分析

月次データによる弱度効率性のテスト

第4章 日次データによる戦前国債市場構造の
分析

(1) 弱度の効率性のテスト

第5章 日次データによる戦前国債市場構造の
分析

(2) イベント・スタディ

第6章 戦前金融債市場構造の分析

第7章 戦前地方債市場構造の分析

第1章の概説で、債券市場と証券市場の双方の歴史を大きな流れとして捉えるところから始められている。とはいえ、中心は各時期、各個別の債券種類の、発行機構の解明にあり、流通市場はごく簡便な記述に止められている。第2章～第7章のタイトルに社債・事業債の語が入ったものではなく、数量分析の対象となった流通市場は国債、金融債、地方債、とりわけ国債が中心である(第3章～第5章)。対象時期は第3章の月次データでは1914～41年、第4章の日次データでは1915～38年である。大まかに見て大正初期から準戦時期までが包含されている。国債市場について、月次データによる弱度効率性のテストでは流通市場は効率的ではなく、日次データによる同じテストでもやはり効率的ではなかったが、若干の点では効率性が見いだされた。日次データによるイベント・スタディでは準強度の市場効率性が成立するかどうかを(反応が即日完了するならば効率的)、期間(前半期・後半期)、債券種別、イベント種別の細目に分けてみて、それぞれの結果を得た。効率性の検証には期間をどう設定するかが問題になるが、この例では期間を分割するかどうかにかかわらず多くの銘柄の市場が効率的でなかったのは、ほぼ「日銀・預金部などの市場メカニズムを必ずしも重視しない市場参加者がかなりのシェアを持っていたため」という評価

を与えられている。金融債市場と地方債市場についてもほぼ同様の評価が与えられた。すなわち、「戦前期の市場については大略効率的であるとは言えない」。

戦後期についてはどうか。

戦後期は前半と後半に分けて考えた方が良いと思われる。ただし、前半に入れた第8章は戦後全体の歴史であり、後半に入れた第14章は戦前・戦後全体のまとめである。

前半 [第8, 9, 10, 11章]

第8章 戦後債券市場の変遷

第9章 1950年代以降の電電債市場構造の分析

第10章 戦後金融債市場構造の分析

第11章 縁故地方債市場構造の分析

第8章は歴史叙述であり、60余頁と全14章のうち最大の頁数が当てられた。本書の叙述部分の中心である。大きく高度成長期と低成長期に区分し、低成長期に入って流通市場の整備が進展したことを軸にして、政府保証債、国債、金融債、社債市場の規制緩和、国債などの個人消化をテーマに、細目に亘って叙述される。社債が登場したのはここが初めてであるが、注1で「社債市場の数量的分析を行う章を設けないので、それを補うべく」社債市場をやや詳細に取り上げる、とされた。これに続く第9, 10, 11章での数量分析の結果はいずれも非効率的であり、その理由はやはり公的金融や個人部門の性格に関連付けられている。

後半 [第12, 13, 14章]

第12章 国債と金利自由化

第13章 1970年代以降の国債市場構造の分析

第14章 まとめと政策的含意

付論 [対象期間が比較的長いので構造変化が生じている可能性があり、それを明示的に考慮する方法の提示]

第12章は国債流通市場の成立と大量流通の開始に関連して、金利の自由化に対する国債主導説と、国債市場に対する環境主導説は共に成立しないが、中国ファンドのみは前者に多少の影響を与えたかもしれないとする。第13章では現在につながる国債市場構造が数量的分析の対象となるが、1990年代と2000年代は非効率的で、理由は従前の章の分析と同じである。1980年代も効率的とは言えないが、より効率的な方向への変化も示されている、とする。これが戦前・戦後期を通じた数量分析で見いだされた最高の評価ということになる。1980年代をもう少し詳しく見ることは大いに有益であろうと思われる。

まとめの第14章では、当然のことながら、戦前・戦後共に、公共債・金融債の諸市場は弱度でも準強度でもおおむね非効率的であること、その一因はいずれも公的部門が相対的に高い保有シェアを持つことにあると考えられる、とする。国債市場への政策的含意としては、発行市場では公的部門と民間部門の参加の場を分け、国内外の公的部門には非市場性国債を保有させ、民間部門のみに市場性国債を保有させて、市場の効率性を高めることが考えられている。また、国外投資家を積極的に取り込みたいとの提示もある。

分析の対象である債券の種類については戦前期、戦後期共に国債が中心であり、金融債がこれに次ぐが、これらにプラスして戦前期には地方債が、戦後期には電電債と縁故地方債が取り上げられた。これらの債券種類には利用可能な価格データがある程度の期間にわたって存在したということであろう。戦前期には一貫して市場に国債が存在したが、戦後期には国債の新規発行が存在しない時期があり、また戦時発行国

債は戦後も数十年に亘って残存したが、流通取引の対象になることはなかった。本来なら質的にも量的にも債券市場の中核たるべき国債が存在しなかった歪な市場において、(政府保証債を準国債とする見方はあったが)国債に代わるものと言うことはできないが政府事業体である電電公社の発行債券が一時期非常に特異な自由市場を形成した。その電電債(縁故債である加入者引受電電債)が分析の対象として独立して取り上げられたのは当然であろう。しかし、その市場は現実にも最も自由な流通市場であったにも拘らず、やはり非効率的と判断された。また縁故地方債(地方公共団体と取引関係にある金融機関中心に消化)の存在も金融機関の力が圧倒的に強かった戦後期の特殊性を示している。社債についての叙述は前出の通り第8章以外にはない。とはいえ、1948年改正証券取引法第65条による社債引受業務の規定(法規定)と現実(商法・担保の受託規定による銀行・信託銀行の担保付社債業務)の齟齬にはほとんど触れていないなど、歴史変遷の叙述にはやや焦点に欠ける憾みがある。

さて戦前戦後を通じた分析の結論は一貫して債券市場には非効率性が存在したこと、その一因は公的部門のシェアの高さや個人保有などと関連していることが、繰り返し記述されている。

計量分析を行ったすべての章でほぼ同様の結論が導き出されていることは何を意味するのか。1980年代のようにごく一部の時期には効率的市場であったといえなくもないとしても、大略は日本の債券市場は歴史的に見て現在に至るまで一貫して非効率的であったこと、その一因は公的部門のシェアの高さにあると考えられている。これは、裏を返せば効率的だといえる

債券市場は日本においてはほとんど存在せず、公的部門や個人部門の保有なしには市場が成立しないことを考えれば、今後も存在しないであろうということである。純理論の中での市場の効率性は現実の市場では中期～長期にわたって検証できるものではなく、一種の理念的な存在と考えるべきものなのか。また、その「現実的な一因と考えられている公的部門のシェアの高さ」は多くは発行時の引受状況あるいは保有状況で、流通市場における取引量のシェアを意味してはいない。これを「現実の市場に即して」どう考えるか。少なくとも現在の市場については取引者情報はかなり入手できるであろう。

発行高で示される発行市場の量的拡大が流通取引の大前提であるが、その流通取引に継続的な価格が残されていることだけでなく、基盤として見るべき取引高があるかどうか、最低限の流通市場成立の条件だといえる。1965年度の赤字国債発行の後ほぼ10年、証券取引所で行われた形式的な値付け取引（4社持ち回り、日に1回のキャッチボール）を「国債流通市場が成立した」とする論者はいない。正確に「取引所取引の形骸化」と見る。価格はあっても、取引はないに等しいからである。市場の効率性を議論するのであれば、流通市場で然るべき取引量があり、その上で（発行市場における応募・引受及び流通市場における取引の結果としての）保有者の性格と、流通市場における積極的な取引者の性格とを可能な限りで明確にして欲しい。もし取引者の性格と保有者の性格とが全く異なるとしたら、取引者が把握できないからと保有者を代理に立てる意味はなく、場合によっては誤りにもなろう。

効率的な市場では参加者は市場メカニズムを重視し、市場に影響を与える重要事項情報に関

して即座に判断し売買で態度を示し、即日その価格に反映させる、とされる。では、債券流通市場では、このような市場メカニズムを重視する投資家、保有者、売買者はどこにいるのか。1980年代に債券市場の内部にあった方々の経験談（前掲『戦後公社債市場の歴史を語る』）ではその実態は銀行・証券などの金融仲介者や、保険・投資信託・年金などの機関投資家の、内部のプロのトレーダー（ディーリング部門）になると思われる。かれらのビジネスは日々の売買益の獲得、売買損の削減が生命であり、債券相場の世界でしのぎを削っている。こうしたプロのトレーダーが育っていない市場が、判で押したように非効率だという結果になるのはある意味では当然だともいえる。

また、個人保有者が市場の効率性を念頭に置かないということも言われているが、1億円単位の債券を巨額に保有し売買するトレーダーと、100万円単位の小口債券の保有者が同じ土俵で会いまみえることはこの世界にはあり得ない。100万円の債券の個人保有者は売りたいときにはそれを購入した銀行・証券の店頭で（然るべき市場価格に依拠して）買い取ってもらうのが普通である。いやそれ以上に普通は全く売らずに満期を迎えるのである。これらの、流通市場に全く積極的に関与しない多くの小口保有者にとって、流通市場が効率的であるかどうかは重要な問題ではない。彼らにとって重要なのは自由な流通市場で決定される価格（利回り）が存在し、その価格が発行市場の新規発行に有効に反映されるかどうかであろう。重要な情報が即座に消化されて価格に反映されるような効率的な市場でなかったとしても、数日の間に価格に反映されるのであれば、平均的な市場価格を問題とする発行市場との関連は有機的に

保持されるであろう。零細資金の個人も国際的な機関投資家も同一市場で取引する株式とは異なり、債券の流通市場で効率性を論ずるには、投資家・取引者種類別に「望まれる効率性とは何か」を一度は確認しておいた方が良いのではないかと考える。我ながら、計量分析に不案内の素人の愚痴に聞こえる。

債券市場歴史分析の課題

財政・金融・証券の大きな三分野が折り重なる「接点」として債券市場、公社債市場は存在する。この「接点」を強く意識したとき、日本市場の分析は主として現実の財政と金融の側の「日本特有の事情」を解き明かすことを目的にした。財政の側からはいわばお上の御用金調達（市場ではない、価格の決定権は財政にある）であり、金融の側からは有担保貸出の場（産業政策優先で貸し手が圧倒的に強い、金融市場であっても証券市場ではない）であり、肝腎の証券の側にも市場という意識は薄かった。「市場」として成立していなかったわけではないが、極めて政策的な市場として長く存在した故に、また形骸化した市場であったが故に、あるがままの歪な、かっこ付きの「市場」として受け入れるしかなかったのだともいえる。

こういう「市場」の歴史を書くためには政策事情を承知した市場関係者しかおらず、そうはいっても当局者では書けないので、当局者の立場をある程度密着して知りうる市場の側から書くしか方法がなかったといえる。しかしまた、その規制から利益を得ているものが客観的な分析をすることは難しい。債券市場には規制的政策への自由化要求が恒常的であったため、戦後に関しては日本興業銀行内部からは積極的な歴

史分析は出されず、証券界の業者団体であったボンド・ディーラーズ・アソシエーション、すなわち公社債引受協会が前掲のように三回に亘る継続的歴史をまとめている。

さて、この十数年で財政・金融側からの明確な規制はほぼ消滅したといえる。第2次世界大戦中の戦時統制経済とそれに続く財政・金融優位の歪な「市場」時代に存在した発行統制・規制、流通統制・規制は、存在したことすら忘れられたものもあろう。無担保社債の発行禁止（自粛）、受託八行会など完全に歴史的用語になってしまった。前出の公社債引受協会が解散したのも、規制を緩和し、撤廃することを最大の目的とした業者団体としての活動がほぼ終了したからであった。現在の規制がなくなった自由な市場、市場規律のみによって動く市場が、現実に有効に機能しているかどうかは別の問題である。制度学派や歴史学派も、個々の限られたテーマでは深く突っ込んではいるが、全体として大きな視点からの現状分析を十分にしているとは言えない。

本書が政策史、市場史に偏した従来の債券市場の歴史叙述に新たに数量経済史の手法を取り入れて、戦前・戦後期を一貫した手法で分析したことは大いに高く評価されてよいと思う。規制の緩和・撤廃要求に直結した政策史あるいは市場史の側からの分析が停滞した感のある現在、歴史叙述と数量的評価の両面を追及された方法には学ぶべき点がある。おそらくこれら両面の有機的な関連の追及が今後の分析に求められることになろう。その上で、門外漢からの疑問を少し述べたい。

本書のタイトルは『日本の債券市場の史的分析』であるが、サブタイトルで「戦前と戦後の数量経済史」と付したからには、最初に門外漢

にも多少の教育を施すべく数量経済史の手法を概説し、その上で債券市場を対象とした効率性の検証を行うことの意義を述べるべきではないだろうか。債券市場に関して数量経済史の手法で分析を行うに当たって、効率性の検証が最も基本になるのかも知りたかったと思う。また、何回か、期間が長いために「市場の性格に構造的変化があったかもしれない」という記述があり、「付論」による補足もあるが、この点で納得のいく説明が得られたとは思えない。戦前期から通してみれば当然に数次の大きな構造的変化はあった。その最大のものであった戦時統制経済が債券市場に及ぼした決定的な「市場性の剥奪」を数量経済史ではどのように組み入れるのかも知りたかったところであった。

「戦前と戦後の数量経済史」の表現に拘るならば、一定期間を通して入手しうる価格情報に狭い限定のある戦前期に関してはこれで良いとして、戦後期のとりわけ「現代」「直近」といいうる時期に関しては、もう少し流通市場取引の現実に即した保有者、取引者情報を収集して、分析の前提に役立てられるのではないか。歴史的に見て、価格情報を入手できた各債券種

類に区分した市場分析を行ったことは理解しうる。とはいえ、現段階では、債券市場は全体としては国債市場を中心にして繋がった一つの市場であり、財政・金融政策の側から、大保有者・投資家の運用政策の側から、また債券発行主体の資金調達政策の側から、競合する株式市場や短期資金市場、不動産等市場の情報を含めて判断し、選択されるような市場を形成している。市場価格に影響を与える情報の範囲は非常に多岐にわたっているといわざるを得ない。現在、相当量の取引を集中している国債取引（証券業協会集計、日本相互証券等）であっても、そこで公表されている価格は実際に成立した取引の価格とは限らない。基本的には気配値であり、その価格情報の「改善」は債券市場の大きな課題にもなっている。1980年代、急成長した日本の国債流通市場にいささかの効率化への変化が検証されたのであるならば、規制が消失し、自由市場になったはずの現在の市場を、いくつかの前提条件を十分に吟味したうえで、比較検証して見て頂きたい、と願う。

(当研究所特別嘱託研究員)