

座談会

戦後公社債市場の歴史を語る

〔出席者〕

（五〇音順）

*内田 健三（元山一証券・元山一投信委託）

沖津 正恒（元野村證券・前日本国債清算機関）

*加藤 隼人（元公社債引受協会・元日本証券業協会）

木村 明央（元山一証券・元日本相互証券）

後藤 猛（元山一証券・元山一証券経済研究所）

佐藤 昇（元日興リサーチセンター
駒澤大学経営学部非常勤講師）

〔司会〕

小林 和子（総合司会、当研究所主任研究員）

中島 将隆（甲南大学経済学部教授）

角川 総一（金融データシステム代表）

〔座談会は当研究所公社債市場研究会の二環として、平成一八年一二月一八日に、当研究所会議室において開催された。参加者は研究会メンバーを中心とし、メンバー外からお二人（*）に加わって頂いた。〕

目次

市場再開の遅延	6
現先取引の発生	9
新規国債発行の開始	19
長期公社債投信の誕生	23
大量国債発行の開始	29
中期国債ファンドの商品性	39
証券会社のファイナンス	45
国債先物取引の開始	47
公社債市場の変貌	52
(参考資料)	
戦後公社債市場年表	58

小林 それでは座談会を始めさせていただきます。まず、全体の方針をご説明します。

お手元にご案内しましたように、三部の構成にしております。第一部は自由化以前、昭和二〇年代から四〇年代まで。第二部は自由化後、昭和五〇年代以後、平成一〇年前後まで。金融証券ビッグバンの前後ぐらいというところかと思えます。第三部は間接金融の市場化時代ということで、現在に至ります。第二部と第三部は少し区切りにくいところがあるうかと思えますので、お話はどちらでお聞きしてもかまいません。後ほど活字にするときに多少の調整をさせていただきます。司会は、中島先生と角川先生にお願いいたします。角川 それでは、初めに座談会参加者の方々の自己紹介を簡単にお願ひしたいと思います。後藤 私は、昭和二四年九月に山一證券に入りまして、社債の引受けの仕事にいきなり回されまし

た。ちょうど三三年一月に証取法六五条が施行されて社債引受けが証券の専業となり、二四年六月が起債市場再開という時だったのです。その後大阪でも二年ぐらいやり、しばらく営業に出ましたが、三二年からまた引受けに戻され、三〇年代、四〇年代と、ずっと債券引受けを、長らくやらされました。

その後、国際金融部、経済研究所、ソウル事務所などに移り、昭和六〇年まで山一證券にりましたが、仕事はずっと債券引受けからんだことです。

「やさしい公社債教室」と題して公社債新聞に連載していた債券市場解説を一九六五年に単行本にし、一九九九年まで、三四年間にわたり、市場の変遷に応じて、一二回改訂版を発行しました。

木村 私は、昭和三六年に山一證券に入社、企画関係が長く、その後地方支店勤務を経てインター

ナショナルの国際部、国際営業部を経験、あと外国投信、外国債券を経て日本企業の外債発行等を支援する国際引受を少しやり、六一年にBB（日本相互証券）に入りました。債券市場についてはBBに入ってからしか知らないのですが、少し違った角度からでもお話が出来ればと思っております。

内田 私は、実際に国債が発行されたときからずっと国債に携わってきました。四一年一月から国債発行が始まったのですが、そのときに、山一證券で、国債という商品が一つ増えるのだから、債券に一人人数を増やそうというので、私は大阪店で経理部にいたのですが、債券部に行ったのです。

それがきっかけで、二年前までほぼ四〇年にわたって国債だけやっておったのです。だから、サラリーマンとはいえ、「国債公務員」、国債で給料

をもらったようなわけでは……。山一の投信会社で債券の運用責任者として、山一證券が破綻するまで一〇年間、つぶれて定年を迎えておりますが、最後まで債券の運用に従事しました。国債ばかり扱っておったのです。

そして、定年で辞めましてからも、もともと大阪出身だったものですから、大阪の地元の信用金庫から、ぜひとも来てほしい、銀行の余資運用をしてほしいというので、またそこで最後六年間を勤めて国債の運用に専念しました。

本当に私の人生は何だったか、国債に振り回されたようなものでした。

佐藤 私は最初、日興証券の調査部に入りました。債券とは縁がなかったのですが、昭和四二年に第一金融法人部に移りました。債券に関しては、もっぱら計画消化のみという時代、流通市場はあまり機能していませんでした。昭和五三年に

は債券部募集課というところに配属されました。たまたま六・一％国債（ロクイチ国債）の大量発行時代でしたが、国債というのはどうしてこんなに売れないのだろうかと思議に思つた時期がございます。昭和五九年には日興リサーチセンターに移り、債券市場分析を担当し、それからずっと債券にかかわっておりました。

加藤 「公社債引受業務及び公社債発行市場の健全な進歩発達を図る」を目的として公社債引受協会が設立されたのは三一年で、私はその直後に引受協会に入り、ずっと公社債市場の制度整備問題に携わってきました。後で議論に出てくると思われますが、証券市場が抱えている構造的矛盾の中で、公社債の商品性向上、新商品の発足、各種発行・流通市場の制度整備などの過程で、銀行からは証取法によつて証券業務から切り離されたが、その例外規定にかかる業務再開を巡る揺さぶり、

個人貯蓄資金をめぐる銀行預金との競合を意識した債券の商品性向上など市場整備の足を引く張るような場面が随所において見られたと感じています。

こうした問題も、いわゆる銀行の国債窓口販売・ディーリング業務の認可により漸次解消し、さらに証券業界が長年、大きな課題の一つとして取り組んできた銀行による募集の受託会社制度や社債発行限度規定の廃止等の社債法改正、社債発行適債基準の撤廃など公社債市場も完全に自由化して、事実上の銀証一体化の中、多様な公社債の発行が活発に行われ、引受協会設立の目的がほぼ達成されたと考えられました。

このような状況を考慮し、平成一〇年引受協会は自主的に解散し、その機能を日本証券業協会に承継することとなつたので、私も証券業協会に移り、今年六月までそこにおりました。

沖津 先ほどお話のあった内田先生ほど昔からのキャリアではないのですが、私は野村證券の四一年入社で四二年に東京公社債部に転勤になりました。東証の債券立会場の場立が振り出しでしたが、その頃届出書類を持って引受協会の加藤さんや岩井さんの所に伺っていました。後も至って単純でして、五〇歳まで野村の債券部に、六〇歳まで日本相互証券に、それから三年弱は日本国債清算機関にありました。

市場再開の遅延

中島 きょうは、日本の公社債市場の生き字引の先生方にそろっていただきまして、いろいろお話をうかがいたいと思います。小林さんに前もって質問事項の整理をしていたいでいるので、ほぼこれに従ってうかがっていききたいと思います。

小林さんから、公社債流通市場はなぜ取引所再開時点で再開されなかったのか、昭和三年に再開された市場の実態はどうだったのかを最初の質問に挙げておられますので、その点からお伺いをしていきたいと思います。

後藤 債券を上場して自由な価格形成を許容することというのは、金利の自由化を許容することになるので。戦後インフレの激しかった当時では、すべての債券がきわめて高い利回り、つまり低価格を形成することが必定でした。それでも上場するとなると、まず、銀行などの所有債券に膨大な評価損が出ることは明らかです。それから、新発債をそういう取引所で形成された利回りに準じて発行しなければならなくなるということになって、低金利政策ががたになります。日本経済の運営をこのような高金利でやっていっていいのかと。そういうことについて関係者がみな懐疑的

だったということが大きな原因だと思います。

私も債券引受部にいましたが、ドイツでは自由金利で経済復興をやったという話を聞いて、それなら引受の仕事は楽なので、債券引受関係者としては非常にうらやましいと思った記憶がありません。

もちろん債券の売買は店頭取引で十分可能でした。債券売買担当者としてはそのほうが簡便で合理的だとしていたと思います。

要するに、低金利資金を人為的に重点的に配分し、経済復興をする、これが当時から長らく続いた日本の基本政策だったということが大きな原因だと思つのです。

それから、三二年のときには、「もはや戦後ではない」と言われて、金利も低下してきたので、取引所の債券部門再開が日程にあがったわけですが、業界はじめ、関係者には、時期尚早で反対だ

という意見が多かったです。業界としては、当時は、債券の利益というのは、新発債の引受手数料が大部分で、売買で利益を得るといのは電話債券ぐらいのものであったわけで、あまり関心なかったといえると思います。

もちろん新発債の発行条件を市場実勢に合わせるといことは、さつき申しました戦後の政策の理念からいつてまだ許容されなかつたので、取引所で実勢を出されると新発債が売れないということに、われわれ業者はまずびんと来たわけです。

そこで、時代の趨勢としては、取引所再開の時期到来ということなのですが、再開はするとしても、上場銘柄の数は絞って極めて少なくし、また、その価格形成は新発債の発行条件に合わせた人為的な写真相場で行っていかうというふうには、業者や関係者は、考えたわけです。つまり媒介をふって架空の相場をつけるのです。

そういうことでスタートしたわけですが、昭和三七年の一月三月に債券市場が荒れてきたときには、その媒介もできなくなってしまいました。写真相場をつけるということは、要するに、違う相場ですから、あまりに実勢と離れてきたときには、担当者としては良心にやましくてやってられないという気持を持つてくるのです。

中島 写真相場はいつ頃まで続きましたか。

後藤 三七年の二月に取引所債券相場はすべて「出来申さず」と表示されることとなりました。

内田 写真相場が実勢になったのが、五二年の四月頃（四月一九日に公定歩合引下げ、六・〇%↓五・〇%）。

佐藤 昭和五二年に国債の売却制限の緩和が始まるまでは基本的には写真相場、というか管理相場です。

後藤 媒介でしょう。

佐藤 そうです。だから、当時の、取引所の社債売買高を見ますと、一〇〇万円×日数とびつたり合つのです。

中島 その前の時期、二四年から三一年ごろに、本来ならば取引所で売買されてしかるべき債券の種類にはどういふものがありましたか。電話債がいちばん多かったですか。

後藤 戦後になってから発行されたものではなくて、むしろ戦前に発行されたもので、戦争を越えてきたような、そういうものが少し売買されたと思う。

政府の新発債として、募集、発行されたものは、ほとんど売買はされなかった。ということ、発行価格が高いので、それを売れば必ず損するわけですから。特別の事情がない限り、売買は発生しないですね。

佐藤 基本的な流通市場というのは、銀行側、日

銀の務めだと……。

小林　そうですね、国債担保や社債担保貸付などで日銀が流動性を提供してきた。

佐藤　二四年の取引所再開時に債券が除外されたのも、もし債券が上場されて時価が明確になると、国債の簿価との価格差が表面化して、銀行の評価損だけではなくて、日銀の担保不足さえ問題になる可能性があったからです。

後藤　そういう問題もある。

佐藤　要するに、理論価格で担保を取っているわけですから。銀行に担保の追加を請求するというわけにもいきませんし、ひいては日銀信用にかかわる。日銀が評価損の出ている債券を担保として抱えているわけですから。

現先取引の発生

中島　戦後日本の公社債市場は、長らくの間、「応募者利回りと流通利回りの乖離」という点に最大の特徴がありました。人為的低金利政策によつて債券の応募者利回りは低利に固定化され、このため流通利回りとの間に大幅な乖離が常に生じていました。つまり、売りに売れない、流動性のない債券が発行されていたわけです。どういふふうに流動化したのかというと、一つは、今お話が出た日銀信用による流動性の付与、もう一つが日銀信用が受けられない債券の流動化、これが現先だったと思うのです。

日本の現先は、流動性のない債券に流動性を付与するという、日本の誇るべき金融革新技術と想うのですが、その現先について次に少しお尋ねを

したいと思います。まず、現先という言葉の由来についてお伺いしたいと思います。

後藤 「現先」という言葉は初めはなかったのです。みんな、「条件付売買」ということで何年もやっていた。そのうちに誰かが、野村證券だったかと言い出したから……。

木村 野村證券ですね。

後藤 「現先」という言葉が出てきて、それはいい言葉だということになった。

内田 大蔵省の通達は、初めてのときは、債券の売戻しまたは買戻し条件付売買。

中島 五一年でもそうなの？

内田 いわゆる現先として、そういう通達が何回か出ているのです。

中島 ということは……。

内田 実務的には言っていたのでしよう、その前から。

後藤 三〇年代には言われてません。

内田 野村證券の債券の石坂さんという人から二四年の取引所再開前に株式市場で使っていたのだというふうに私は聞いております。

角川 いちばん最初に現先取引が行われたころの記憶をたどっていただきたいのですが……。確かあれがいちばん最初だと記憶するのだが、というような共通点が出てきませんか。

中島 今から三〇年前の昭和五〇年に、証券界の長老から、現先取引の始まりについて聞いたことがあります。それによりますと、昭和二四、二五年から、現売り先買いと称して募集残の債券を野村證券の公社債部が売却したと……。

角川 相手先は。

中島 機関投資家です。

内田 農林系が多かった。私は三〇年入社で、古かったのですが、入ったときにはあった。私に

いった人も「現先の根拠はもう分からない。入ったときからあつた」といつてました。

小林 歴史的には、戦前期に株式の現先というのは少しあつたと読んだことがあります。だから、実態はあつたのかもしれませんが。買戻し条件付とか、泳がせるとか、そういう表現を使っていたのかも知れません。

角川 でも、いずれにしろ、証券会社がファイナンスをつけるための手段として苦肉の策で作つたということにおいては、これは一致している見方ですか。

沖津 当時の状況は現在と全く異なり、手金がないう訳ですからどうにかしてファイナンスを付けていかねばならない。例えば社債投信の組入れ日は毎月決まっているので、そこまでは手持ちをつないでいくことを繰り返すわけですね。そういう過程の中から自然発生的に現先市場が出来上がって

来た。形としては売買ですから、相場が大きく変わった時などは、市場の実勢と異なる価格で現先を行うケースも有りました。

中島 相対でやる限りにおいては、事情によって一件一件のレートがずいぶん違っていたということですか。

内田 ある程度、相手によりますが、どちらかといえば、いちばんの供給は生保会社です。私は大阪にいて、日本生命、住友生命を始め、生保は全部、現先で売ってきたのです。要するに、そのときに、現先という言葉があつて、こういう条件付売買があつたが、計算式も何もなかったのです。それで、計算式を三通り考えたのです。売り手に有利な計算方式、買い手に有利な計算方式、で、真ん中の、中間のものと、三通り作つたのです。そうして実用化すると、売り手に不利な計算式を取って、今度は買い手に不利な計算式を取って、

違う計算式でやる。同じレートながら儲かるのですが、一年ぐらいいしたらクレームがついたのです。○生命から、同じ銘柄を、他社と全く同じ条件でやったところ山一證券がいちばん厳しかったと、同じレートでやって値段が違う、そんなことはありえないと。

角川 金利の表現の仕方が違うわけでしょう。実態は同じであつても。

内田 半年ぐらいと期間が長いのがほとんどでしたから、必ず途中一回、利払い日がある。それで途中利子に対しての金利のつけ方が違う。

角川 なるほど。

中島 現先の歴史は、本当におもしろい歴史です。大蔵省が現先取引を公認するのは昭和五一年三月の通達からですが、昭和四〇年代の終わり頃になってきますと、債券総売買高に占める現先の比率は六〇〜七〇%にもなり、債券流通市場は現

先市場といつてもよかった。現先が公認される以前に取引がきわめて活発に行なわれていたのですが、公認以前の現先契約書は、どのような内容だったでしょうか。

現先には売買と貸借のふたつの側面があります。大蔵省通達による現先の基本契約書では、現先は売買として扱われ、金融的側面は無視されています。現先レートは売買金額算出の基準として使われていません。現先レートという表現も基本契約書には出てこない。

ところが、昭和四八年に作成された野村證券の「公社債メモ」では、昭和三六年三月から毎月の現先レートの推移が掲載されています。ということは、現先レートが売買金額の算出基準に使われていたのではないかと思われます。実際はどうだったのでしょうか。基本契約書が作成される以前の契約書では、現先は売買形式による資金取引

とされていたのでしょうか。

内田 現先レートというと、買い手のレートが基準。今、いくら金の利率だったら買い手がカネを出すかということ。買い手というのは主に大手の事業会社のこと。大阪だったら大手家電、薬品さんとかがありました。が、事業会社がいくらだったらそれを買ってくれるか、それを売り手のレートではなくて買い手のレートという。

中島 そうすると、エンド時点での売買金額算出の基準であつたわけですね。

沖津 スタート値段が決まると、エンドは計算上自動的に出て来ます。現先にはファイナンスを付けると共に、簿価を引下げる働きもあつてイルドカーブが立っている状態でやるとコストが下がるわけですね。例えば長期金利が七・三%の時、短期が六・五%であれば年間で八〇銭下がりま。証券会社としては少しでもコストを下げて収

益を増やし、若しくは損を抑えたい。現先の効用は大きかったです。

内田 スタート時は簿価に限りませんが。コストがずっと絡んでおりまして、現実的にいくらで出すかというので取引が当然変わってきてしまつ。

基本的には、現先ファイナンスとさつき申し上げましたが、通常長期より短期の金利は低いので、やるとコストは下がるのです。で、同じように、募集サイドも損しますから、少しでも簿価を下りたいと。長い間引つ張ると、簿価はかなり下がりますから。相場が変らなければ評価損は少なくなります。

だから、いくらで出すかというそれは、証券会社の懐具合とか何とかで、まず出す値段を決めて、あとは相場次第でした。時価を基準にしないといけないかという、そういうルールが全くなかつたために、五一年三月期大手の銀行がそれを

悪用したのです。三月に大量の売り現先をして、簿価の一〇〇程度下で、四社に全部均等にやっただ。ただし、明らかにあまり好ましくないというので、各社及び腰だったのが、結局はやらされた。

角川 この現先取引というのは、要するに、売りと買いなものだから、決算期の前で自分の簿価、あるいは今の時価と照し合せた上で、どんな価格で売りつなげば、どれだけ簿価を上げたり下げたりすることができるかという効果に、相当早い時代から気がついていたと思われます。一〇〇円という大きな幅ではないと思うのですが、一円、二円ぐらいの単価調整でもって、相当額の収益を来期に持ち越したり、逆に今期に前倒ししたりということをするための材料としても使おうと思えば、相当利用できるという点はあるまいかと僕などは勝手に想像してしまつたのです。

そういう意味では、ファイナンスの手段であると同時に、決算のある種の操作にも十分使えるぞというふうな積極的な意思があつただろうと思うのです。

内田 一年後に、国税庁の検査で見つかつて、そして、監督官庁の大蔵省に文句をいわれた。

沖津 大蔵省の人が禁止したのです。

内田 そんなことを認めたら、どこの銀行も全部、決算対策にしたらいへんだと。

中島 それはいつ頃のことでしょうか。

内田 五一年頃をやつたと思いますから、五二年頃だつたと思います。そして、やつた四社全部、そのとき、大蔵省に、副社長名で念書を入れたのです。今後一切やりませんと、そういう悪質な決算対策のような現先は扱いませんという念書を入れていなのです。その銀行は、日本不動産銀行(当時)です。

当初、山一證券は受けない、注文を断るべきだとして、「内田君、行って謝ってこい」と相手の証券部長のところに行かされかけたときに「待った」がかかって、「よそが受けたからうちも受けざるを得ない、主幹事証券として受けざるを得ないからもういい」と。それで助かったのです。

中島 現先の契約書の話にまた戻りますが、最初は昭和四九年二月までは念書形式でしたが、昭和四九年二月から現先の自主ルールが策定されますと書いてあるわけです。自主ルールは大蔵省の指導によって作られたのでしょうか。

内田 発端はすべて四八年一二月、第一次オイルショックのときです。まだそのときは日歩だったので、日歩というのを現先でやったわけです。日歩六銭、二一・九%。それが日経新聞のトップ記事で大きく載ったのです。現先レートは二一・九%。むちゃくちゃな金利で載っている。そして

ら、大蔵省はすぐ四社を呼び出して、「あるのは知っておったが、タッチしてなかった」、しかし新聞で書かれたものですから、もうタッチせざるを得なくなつて、「詳細を知らせろ」と。どんな契約かと、いろいろ聞かれたうえで、各社に自主ルールを作らせた。

角川 ということは、逆に言えば、それ以前の段階では、どういう契約書を交わし、どういう念書を入れながらやっているかということについては、金融監督当局は察知してなかったのですか。知ってはいたが……。

内田 知っておったが、ノータッチですから、報告もしてないし、文書を見せたこともないです。角川 報告はしてないということは、それがあるということを知らないわけですね、では。当事者間の……。

内田 いや、知ってて黙認していた。

後藤 グレー・マーケットの扱いだっただのですね。

小林 昭和二〇年代初めの集団取引市場みたいなものでしょう。あることははっきり分かっている、だけでも承認はしていない。黙認しているというか。

佐藤 五年の三月に大蔵省通達が出たときに、学界では現先がようやく公認されたという見方をしてましたね。

中島 大蔵省通達では、条件付債券売買、すなわち「現先売買」とされました。条件付債券売買が「現先売買」ではなく「現先取引」とされるのは、平成一三年度からスタートする新現先からです。条件付債券売買を「現先売買」とすると、ファイナンスの機能を無視するというか、認めないことになりますね。

通達の条文を注意深く読みますと、現先レート

ということもできませんし、ファイナンスを連想させるような言葉は一切使われていません。そうしますと、現先が公認されたことによって、契約書の作成など市場が整備されていきますが、他方で現先が証券金融行政に包摂されたことになりません。「現先を公認するから、政府の政策に従いなさい」ということです。その結果、大きく変容していくという問題はなかったでしょうか。

後藤 あの頃は、現先というのは、ファイナンスという感じもあつたけれど、証券会社からいえば売買だ。そして、買うほうから行けば、ファイナンスではなくて運用ですよ。現先運用という言葉はあつたが、ファイナンスという観念はなかつた。ファイナンスというのは、むしろ調達する側にはあつたと思う。

佐藤 銀行との関係で「売買」という方式を使わざるを得なかったのではないのでしょうか。売買で

はなくて融資であれば、有価証券取引税が要らなくて済むのだが、もし、売買でないとすると、担保金融になってしまいますから、これは銀行が認めない。という状況があつて、五一年の通達の際にも、条件付売買（以下「現先売買」という）との表現が使われたのでしようね。有価証券取引税の問題は常について回っていましたね。高すぎで、短期の現先ができないじゃないかと。

沖津 それともう一つ、当時は季節的な資金の繁閑の波が大きかった。例えば、農林系が供米代金の入ってくる秋口に大きな買い手になるのですが、それまでは金はでない。そういう資金の波への対応ということが現先取引の背景にありました。

中島 欧米型のレポ取引では、証券会社はレポで資金を調達し、リバース・レポで空売りに必要な債券を調達しています。リバース・レポと買い現

先は同じ取引ですが、日本で債券の空売りが解禁になったとき、買い現先は禁止されていました。

このため債券貸借市場が創設されたのですが、証券会社の買い現先が禁止されたのはこの時点からでしょうか。

沖津 逆現のことですね。

中島 現先市場で証券会社が買い現先を行うことができれば、空売りが認可されたときにわざわざ債券貸借市場を創設する必要がありませんね。ところが、買い現先ができないから、無担保の債券貸借市場が平成元年五月に創設されます。買い現先は、平成七年に規制不存在の確認という形を取って自由化されます。そうすると、証券会社の買い現先の禁止という規制はいつから始まったのでしょうか。

佐藤 買い現先は、実際あまりやっていないのですが、銀行から見ると、金貸しそのものになりま

す。実は証券会社はやっているところもありまして、非常に大蔵省から厳しい制約を受けて、少しずつその制限が緩和されていったという記憶は持っています。

角川 いつ頃ですか。

内田 五〇年代ぐらいではなかったかな。

佐藤 証券会社だけが現先残高の統計を提出していたときは、証券会社の買い現先の数値がなかったのです。ところが、銀行ディーラーが入ってきたときに、統計に買い現先の数字が出てきて、私はびっくりした経験があります。

角川 日証協のデータにね。

中島 「公社債メモ」が野村證券で作られたのは昭和四八年頃だったでしょうか……。

沖津 四八年です。

中島 「公社債メモ」の付録を見ますと、逆現の計算式が出ておりまして、これが出ているとい

うことは、昭和四〇年代に買い現先を業務としてやっておられたのかな、と思っていました。

沖津 逆現を証券会社の買い現先ということもできます。ファイナンスを付けねばならないのは証券会社だけではなく、カネが必要な金融機関もある。しかし損がでる売り切りはイヤだ。そこで現先に出して資金を調達するわけですね。これを証券会社から見れば「逆現を引く」ということになります。これを余資機関につないでスプレッドをとることも盛んに行われました。

中島 委託現先ですね、それは。

沖津 そうです。証券会社の現先ではない、逆ですよという意味で「逆現」と言ったのでしょうか。

佐藤 現先通達では、委託現先の売付日及び買付日、並びに買戻日及び売戻日が、それぞれ同一になるよう期間の対応を原則とする、となっています。必ず期間を対応するということは、委託現先

の仲介者である証券会社は、期間不一致によって結果的に生ずる買現先と空売り約定残高の存在は認められていないことを意味しています。

内田 大蔵省などにそういう行政指導、それも口頭指導みたいなものがあつた。何かあつても、当局は業務上は知らない、言った覚えがないとなります。

国債の市中売却について国会で議員が質問したら、当局はそういうのを禁止した覚えがないと。それが国債流動化の最初の発端になっている。

新規国債発行の開始

中島 国債の話が出てきたので、国債市場と証券会社の役割という問題に移りたいと思います。昭和四〇年代を通じて、シ団金融機関の引き受けた国債は市中売却が禁止されていましたが、証券会

社が引き受けた国債については市中売却することができました。ですが、証券会社はなぜ、売れば必ず売却損が発生するような国債を引き受けたのか、あるいはまた、売却損をどういふふうに回避したのか、損を承知でなぜ引き受けたのか、このあたりからお話を伺っていきたいと思います。

加藤 昭和三〇年代の債券個人消化の実態から説明した方が理解しやすいと思います。当時、公社債の消化形態は銀行に大きく依存したため、起債規模は金融情勢の繁閑に大きく影響されました。

そこで、証券業界は安定した起債市場をつくるため、個人消化の増大が必要であると認識して、消化層の多様化・拡大を進めてきました。しかし、発行条件が人為的に低位固定化され、投資家はおむね取得した直後に含み損がでるといった状態で、長期債の募集はきわめて難しかった。加えて、流通市場が形骸化していたことから、証券会

社は換金希望時に募集時の取得価格で買い取ることを約束する、いわゆる買戻し条件付で個人消化を進めたのです。

証券業界の首脳には、「証券業務は原則として証券会社の専業とする」長短金融分離政策のもとで、我々の努力で証券市場を育成、強化しなければならぬという強い認識があつたのです。

しかし、実態は一般投資家の生活換金など買戻し請求が続出し、その結果、証券会社は恒常的にポジション悪化に苦慮しており、そのファイナンスは個人投資家から割引金融債を預かり、それを担保に銀行等から借入れる「運用預り」制度の活用、現先取引、日証金の公社債担保金融などに求めています。四〇年代に入ると一部証券会社の経営破綻を契機にこれらのルートは関係当局の指導により禁止されました。そのため証券金融会社による公社債担保貸付が制度的な資金調達手段と

なつたが、量的に限界があること、一般に流通している登録債を担保として利用することは事実上困難であることなどから、証券会社の債券保有のための資金源は、多くが現先売買に求められたのです。

証券会社の引受額が一〇%と比較的低水準にとどまつたのは、国債の発行条件が他の債券にくらべて相対的に低位だったためで、各種債券のうち投資採算上もつとも不利な国債の個人消化拡大に、大変な困難がともなつたことを示しています。

とはいえ、最も信用度の高い国債を証券会社のみが一般に販売した事實は、証券会社に対する一般投資家の認識を、いわゆる「株屋」から欧米に見られる「投資銀行」(インベストメントバンカー)に変える役割をはたしたといえます。

後藤 日銀の買いオペもありましたね。五〇年代

のみならず、四〇年代でも買いオペで救ってくれたのです。

中島 証券会社も日銀の買いオペ対象になっていたのですか。

後藤 証券会社の手持ちになったのを、適当な時期に買いオペしてくれた。銀行にも買いオペをやってますがね。それで募集ができた。

私の知るところでは、四〇年代の国債市場は、さっきのように、銀行引受分も、証券会社が客に売って後で買い取った分も、最終的には日銀が買いオペで買ってくれていたということです。全部ではなかったかもしれないが、かなりのものを。

そのために、証券会社は、取引所で写真相場をつけたのです。写真相場で日銀は買ってくれるからです。写真相場をベースにして、証券会社は新発債を販売して、戻ってきたら、今度また写真相場で日銀の買いが入ってくる。二五銭ぐらいの損は

あったかもしれないが。だから、国債を上場して、国債の値段を付けることが、写真相場であっても意味があった。

加藤 九〇％を引受けたシ団金融機関に市場売却を禁止することができたのは、保険会社を除き、日銀が成長通貨供給を名分に発行後一年経過した国債のほとんど全部を取引所価格で買いオペしたからで、これらの金融機関は引受料を調整するとほとんど売買損が発生することはなかったのです。

国債の買い支えが行われた大きな理由の一つは、証券会社にとって、相対的に低利回りの国債消化を押し進めていくためには、投資家が換金のさいに、大きなキャピタル・ロスを生じないよう市場価格を高めておく必要があったことです。他方、証券会社の価格支持により流通価格の力上げが行われることは、個人投資家の損失を軽減す

る効果を持っているが、発行条件の引き上げ改定の過程においては、有利な投資物件へ乗り換えるため売買損が比較的軽微にとどまる国債の売却を加速するという矛盾した結果も生んだ。また、カサ上げした価格では機関投資家などに転売は困難であるため、証券会社は売買損をかぶって市場実勢での転売や現先売買等を利用する以外に途はなかったのです。

内田 電話債券は取引所では価格規制なかったのです。電話債券では、あときは八千代証券というのが、あれは債券界の暴れん坊といわれて、よくまとまった額を取引所で売り買いに出していました。あるとき、八千代証券が億単位の売りだったものですから、私はかかわるのを止めたのです。かかわるのを止めたために、ストップ安一円安、ストップ安で売り気配。東京から、「なぜそんな値段付けた?」「いや、売りがあるから」

「だったら、しょうがないな」。で、あくる日、売りがなかったから元へ戻したのです。そして、一週間経ったら、電電公社本社から課長が来たのです。わざわざ訪ねて来て、「これを説明しろ」と言うのです。金融情勢は何も変わってないのだが、どうしてこんな変動をするか、これをちゃんと説明しろというわけですが、大口の売りがあったからだけで、説明などつけようがない。

佐藤 国債の個人安定消化を進めるために、昭和四三年に特別マル優制度が創設されています。私の記憶では、当時国債の個人募集では、ほとんどが特別マル優を使っていました。そういう人たちはだいたいマル優枠を先に使ってしまったますから、特別マル優がないと個人消化ができなくなりましたわけです。そういう投資家だったら、ほとんど売りませんので……。

長期公社債投信の誕生

中島 話が前後しますが、第一部のところでは角川さんから質問が出ていた長期公社債投信の誕生についてお聞きしたいと思います。

角川 今のお話とどうつながっていくのか分からないのですが、長期にわたる債券、あるいは国債の歴史を考えていくうえで、国債の消化を助けるために新種の公社債投信ができたという事実があったと思うのです。その前後の関係者間の思惑とか、あるいは、大蔵省との利害関係をめぐって、いろいろとやりとりがあったのなら、その前後のお話がかげえればうれしいのですが。とりあえず昭和三六年一二月の長期公社債投信の誕生の前後における、そのへんの業界の思惑についてエピソードをご披露いただけないでしょうか。

加藤 公社債投信は三六年一月に発足しました。

公社債市場の育成・強化は基本的には個人の投資資金を動員することであり、そのためには債券投資のもつ煩瑣性を取り除いた新しい貯蓄手段を提供して零細投資資金の吸収をはかることが求められた。

公社債投信の企画段階での直接の狙いは、債券の個人消化拡大の行き詰まり打開です。社債の個人消化は、買戻し条件付で販売したもので、その後、買戻し請求によって、証券会社の債券手持ちが増加し、資金繰りに悩まされており、このような事態の打開策が公社債投信のアイデアにつながったのです。

当時、買戻し条件付販売のアフターケアに苦慮したことを裏付ける出来事として、いわゆる「起債市場の自由化」が実現した直後の昭和三二年五月、公定歩合を二厘引き上げる金融引締策が発動

された折りに、銀行界が社債発行条件の早期引き上げを働きかけてきた。募集を担当する肝心の証券界の態度は、直ちに発行条件を引き上げるのではなく、起債規模を極力圧縮した形で運営し、情勢の推移を見よつとする慎重な意見が多数でした。個人消化を中心に銀行外消化をすすめているのに、発行条件引き上げで、それら投資家が高利回り新規債に乗り換えることを危惧したのですね。

内田 当初は、大蔵省の運用基準で八〇%以上新発社債を組み入れるという異常な組入れでした。

後藤 これは引受競争になったので、新発社債組入れ率を引下げるべく、一生懸命行政当局に働きかけたのです。

内田 公社債投信を作ったという若国哲人さんを、佐藤さんはご存じですか。

佐藤 知っています。

後藤 これは、私は三六年当時、山一の債券引受課長で覚えているのでいいますが、毎月、大蔵省と四社の幹部の昼食会があったのです、引受協会。庭山（慶一郎）さんとか、谷村（裕）さんとか、竹内（道雄）さんとか、錚々たる人が当時理財局（証券局のできる前）の証券関係のスタッフとして出席した。そのときに、社債発行額がなかなか増大しないのでどうしようかという話が出て、そこから社債を組入れる投信の話が出た。このアイデアにまず日興が飛びついてやった。そして他の三社も追随したのです。だから認可日は日興が一月一日、他三社は一二日です。

角川 結局、社債の受け皿になるようなものを考えて作られたと。

後藤 大蔵省が証券界に、そういうことを考えたかどうかと言ってきたわけです。

後藤 その前に、三〇年代の初めから、四社で

は、社債の個人消化をどんどんやらなければいけないということ、それには買戻条件付で社債を売るのが良いということをやったわけです。新発債は市場実勢より高く売ってるわけですから。角川 個人に対して？

後藤 個人のね。たとえば山一で売った社債はいつでも、発行価格、または理論価格で買戻すと約束する。これは市場相場によっては買戻し損が発生するリスクがあるわけです。そういうものを投信として制度化したのが公社債投信で、当然買戻しリスクがある。それが三六年秋に現実となるのですが、それで山一の大神社長などは公社債投信には懐疑的だった。しかし新発債組入ということから引受競争が惹起され、四社ともやらざるを得なくなったのです。

角川 投資家が売りたいという場合には、換金に応じたのでしょうか。

後藤 個人消化の拡大をやった。それを制度化したのが公社債投信だったと言える。つまり公社債投信は社債の組入れ価格をベースとした基準価格で売り買いが自由なのだから。要するに、発行価格で債券が計上されていたわけですから、それが投信から外されて売りに出されるとマーケットでは暴落する。公社債投信の残高が維持されていてその中で売りの買いの範囲内では、発行価格あるいは理論価格が維持されていくわけです。そういうものを考えたのが公社債投信だ。

内田 あの頃社債を発行しておつたのは、重厚長大というか、電力、鉄鋼会社を中心。そういうところへ日本の産業発展のために長期の良質な資金を提供しようという国の政策があつて、低い金利で発行させてきた。国債が御用金調達といわれたが、その走りみたいなのが社債市場だった。その後、電力、鉄鋼以外の事業会社の社債が発行され

でしたら、知名度の低い会社では一〇〇％計画消化になりました。証券会社は手数料を受取って、決められたとおりそのままはめこんだだけという状況でした。

中島 この昭和三六年の公社債投信の組入比率を見ますと、新発債が圧倒的ですね。債券の市場価格が下落すると証券会社は理論価格で買い戻すわけですから、巨額の評価損が発生しますね。

後藤 募集したその値段をベースとした基準価格で買い戻すというシステムになっていた。そして三六年の秋になると金融が逼迫した。

中島 で、跳ね返り玉が……。

後藤 跳ね返りが急増した。三六年一〜三月に、社債の引受競争が惹起されたのです。というのは一〜三月は、募集したものの八〇％は新発債を組入れなければいけないとされた。一月は四社とも各一二〇億円の募集額だったが、二月、三月にな

ると、野村證券などはどんどん増額となるなど、四社の募集額に差がついてきた。そうすると、各社、自分の募集した公社債投信に八〇％は新発債を入れなければならないから、「新発債が足りない」「足りない」ということになった。それまで四社平等だった引受シェアを変えようではないかという問題になってきた。それがさらに引受競争に発展する。それで、八〇％を固定しているとなつて、大蔵省へ運動し、五〇％、四〇％、そして、既発債でもいいというふうに入組比率を下げた。この募集競争のときに、募集額を増やすために、個人ばかりではなくて、法人にまで売った。電力会社とか。公社債投信に社債を組み入れてもらった発行会社にはカネがばんばん入ってくる。そのカネでこれを買ってくれとやった。これが跳ね返つたのです。

中島 電力債の特別発行というのをやりませんでした？

後藤 証券会社は、競争のために、本当は個人に売るべきなのに、法人に売り込んだのです。法人は金利に敏感だから、金融逼迫のときに、大量に売ってきたわけです。それで、公社債投信を買いとった。証券会社が投信の中身の債券を売ってカネを払わなければならない事態となった。市場で売れば五円も一〇円も下がるから、損失をかぶる。そこで半分は売るが、半分は現先に出すとかする。そこで現先売買がものすごく利用されたのです。三六年の秋から三七年にかけてです。

私は、そのときに公社債流通市場が大発展した、「発展」という言葉はおかしいなら、大発生したと思つてます。要するに、売りのニーズ、買いのニーズがいつべんにそこで出たわけです。それまでの債券市場というのは売りも買いもほとんど

どニーズがなくてちよこちよこやっていたわけです。公社債投信解約によつて売りのニーズがいつべんに発生して、三六年の秋頃から本場の債券流通市場がばつとできたと認識してます。

中島 しかし、理論価格で買い戻すわけですから、証券会社には巨額の評価損が発生したのでは……。

内田 それをカバーするのに、現先で……。

後藤 泳がして、戻ってきたときに金利が下つていけば、うまく、高く売れる。今売れば一〇円下だが、現先で三カ月泳がせれば、そのときは五円下で売れるかもしれない。損失を少しでもカバーする可能性がある。

角川 ということは売り現先で短期でつないでいけばいくほど、相場の下落をある意味でヘッジしてきた。そういう機能はなかったのですか。

後藤 三六年のときは、投資者の運用のニーズと

いうよりも、証券会社が止むにやまれず……。

角川 いくらで売るか、いくらで買うかというのは第一義的な問題ではなくて、要するに、とにかくこの間にいくらファイナンスするか、あるいは、どれだけの間収益を得るかということが目的であるのならば、それをずっと続けていけば、損失は表面化しないということはなかったのですか。そのころは相当時価から離れた価格で現先の売り、買いが行えたのであれば……。

後藤 結果的にはあるのですが、その渦中にいるときは誰もそんなことを言い出さない。崩れて大損しているだけ。

内田 評価損を何カ月も抱えておれば必ず、もっと少なくなっても、誰も怖くて言えない。それが、突出したのが、五五年三下期です。それだけの今までの経験がありながらも、あのときに、六・一％（ロクイチ）国債が一三・五％までなったと

きは、みな、明日一四だとか、一五だと言い出す。際限なく下がっていくというか、もう、債券の「さ」の字も話したくない、そんな極限まで来てしまっている。

佐藤 現先レートが上昇し、債券の利率を上回ると、現先の戻り単価がスタート単価よりも高くなってしまいます。六・一％国債のときはまさにそうでした。

内田 どんどん上がってます。戻るたびに単価が上がってますから。だから、泳がせるしかない。

六・一％国債はまさにその典型だったですね。当時の現先レートは、六・一％よりかなり高いので、現先が戻るたびに単価が上がってしまうわけですから。

後藤 この資料に公社債投信を作ったのは、投信部ではなくて債券部だと書いてあるでしょう。この意味分かります？ 日興の岩国さんが債券部に

いたときに、考えた。私は山一の債券引受課長で、山一では私が担当したわけです。各社、債券引受部が公社債投信に力を入れたということをし上げたのです。当時、なかなか債券の引受の業務が伸びなかったわけで、公社債投信を作って、それをどんどん伸ばすことによって、そこに入れる社債をたくさん発行させて、で、引受業務を拡大し、さらに引受手数料増大をはかるということが課題でした。私も支店などを回って、営業会議に出たりして、公社債投信を売ってくださいと、債券引受けの間ですが、勧誘して歩いたのです。そういう性質の商品でした。

角川 投信委託会社の人材の配置などは、その頃、本社の債券の方が投信会社のほうにきて、債券がらみのものを設定したりしたのですか。

内田 私は、最初の七年間は東京の債券部で、大阪に戻って七年、六三年九月に投信会社に行った

のです。委託会社というのは、債券の残高は非常に増えているが、売買は一切やってないのです。昔から買うだけです。組み入れるだけで、それ以外やってないのです。相場観を持つてはいるが、売買をやってない。しかし、そのころになって、四社を始め業界で、相場観によって運用しないと生き残れない、そういう時代だからうちも人が要るのだと。それで、当時、大阪に七年間もいたものですから、大阪から呼ばれた。最初、別のところに転勤が決まりかけておったのですが、人事発表のときには委託会社に。最初に担当したのが、この長期公社債投信のファンドマネージャーでした。

大量国債発行の開始

小林 それでは、再開します。第二部と第三部に

ついては、大きな質問項目は司会のほうで進めてまいりますが、その質問項目に沿う形で、適宜、フロアからの質問を入れていきたいと思えます。

中島 それでは、昭和五〇年代の、第二部の問題の議論を進めていきたいと思えます。昭和五〇年代には、大量国債発行が証券会社経営にも、また、金融政策にも非常に大きな影響を与えていきます。

昭和五〇年度の補正予算段階から国債の大量発行が始まり、五二年の春から徐々に国債の売却制限が緩和されていき、売却制限の緩和と共に国債の売買高が昭和五二年以降、飛躍的に増加していくわけです。こうした国債の売買高の増加が証券会社経営にどういった影響を与えたのか、あるいは、長らくの間、国債の発行条件は低利固定化されてきたわけですが、だんだん市場実勢を反映して決定されるようになります。これがどの時点か

ら行われるようになったのか、国債発行条件は、いつから、何を契機にして、市場実勢化が進んだのでしょうか。

加藤 人為的低金利政策は、戦後から五〇年代半ばころまで金融政策の基本となっており、少量国債発行時代においては、国債もこの政策と密接に結びついていました。昭和五〇年代以降、大量国債発行時代になって国債市場隔離政策を維持することが困難になり、大量国債発行に対応する国債管理と金融政策の確立が重要な課題となった。それが公社債市場全体の変化に波及し、従来の市場構造に大きな変化を与えることになりました。従来、発行市場と流通市場との間に有機的関連が切断されていたものが、市場実勢を無視して発行条件を固定しておくことは困難になり、国債市中消化を容易にし国債市況の回復のため、国債の利回りの引き上げをふくめ、頻繁な条件改定が行われた。

国債の応募者利回りが弾力的に変更されるようになると、これとバランスをとりながら他の債券応募者利回りも弾力的に変更されるようになりました。

内田 国債の流動化、売ってもいいと大蔵省がい出したときには、まず誰が売ったのか、誰が買っているのか、いろいろ調べたら、いい出した時点ではもうすでに、農中と日銀の間で直接取引が、国債でされておったのです。されておって……。

中島 日銀が売買の当事者になったのですか。
内田 そうです。日銀と農中の間でやった。保有国債を売ったのか、あるいは日銀が現先のような形にして、かなり有利なレートで。農中救済という意味もあったのかな。というのはその前に、農中というのは、六・一%（ロクイチ）国債の暴落の後、完全に破綻状態になったのです。五四年に

は月に一兆円も債券を買ったのが、五五年には何十円の値下がりですから、そこでもう……。

加藤 当時の銀行業界の財務状況をみると、国債を大量に引き受けながら市中売却は禁止されていたため、保有有価証券のなかで国債のしめる比率は五〇年度以降急速に上昇していった。とくに、資金量にくらべ相対的に国債引受シェアの高い都銀では、五〇年度末で二四・七%であったものが、五一年度には三五・六%へと上昇している。

この間、市場売却の主な対象とされた金融債は一五・〇%から一二・一%へ比重を落とし、銀行のポートフォリオは国債によるいわゆるクラウディング・アウトといった状況になっていました。

中島 売却制限の緩和については、まず、昭和五二年四月の衆議院大蔵委員会で、「金融機関の保有している国債の市中売却を認めるのか」という質問が出ました。これに対して大蔵省理財局長

は、「国債の売却は金融機関が自主的に判断されることです」と答えました。この答弁によって、

「国債を売却してもいいのだな」ということになり、まず、赤字国債の市中売却が始まるわけです。自由売却が可能になったといっても制限があり、最初は保有後一年を経過した国債でなければ売却できなかった。売却制限の期間短縮は、このときから少しずつ進んでいきますね。

木村 金融機関の市中売却制限緩和は、五段階にわたって行われました。最後は昭和六二年八月で完全に撤廃されました。

中島 いちばん最後に売却制限が外されたのは何ですか。

木村 これは商品勘定分の売却制限が完全に撤廃されたもので、投資勘定分の方は、この段階でも売却は発行日の翌月の月初からと制限が付いてま

(第一次緩和 昭和五二年四月 発行後一年経過のもの)

第二次緩和 昭和五六年四月 発行後三ヶ月経過のもの

—金融機関のデューリング認可後—

第三次緩和 昭和六〇年五月 商品勘定分は発行後四〇日経過のもの

第四次緩和 昭和六一年二月 商品勘定分は発行後一〇日経過のもの、投資勘定分は発行後四〇日経過のもの)

内田 いちばん最初の、五二年から始まったときは、買い手は安定した投資家しかダメだったので、安定した投資家とは誰のことかと聞いていったら、官庁共済組合、それから、農中、農林県信連まで……。全部、証券四社が中心に取扱い競争でした。毎日、あのときは、会社に出たら、「きのう何かなかったか」「どこか売ったのではな

いか」「どこか買ったのではないか」、調べて調べて、抜かれているじゃないかというのがあるので、そればかり調査していた。国債売却でおもしろいのは、四〇年代でも、引き受けたところはすべてに、全部、国債を売っていたのです。それが生保業界。生保は、五〇年頃、大蔵省が検査したときにびつくりしたらしい。あの日本生命さえ国債を持ってないと。大量の引受をして国債を持ってない。帳簿上ないと。

佐藤 現先でも名義変更しないなどという話がよくあつたですね。金融機関が売切りをすると、売却制限法に違反します。だから、委託現先の際に、買方に了解してもらつて名義を変えない、買ひ方が名義書換えしなければ形式上は継続していたことになる。また五二年四月に売却制限を撤廃するときに、発行後一年という制限を作つたのは、それまでの買いオペ対象の国債が発行後一年

経過後の国債だったため、これを踏襲する形になっていきます。

内田 買いオペは一年経つたもので、残存一年以上。一〇年債で見ると、中の八年間が対象です。

佐藤 要するに、銀行は引受手数料を受取っているのだから、一年間は持つべきだ、ということではなかつたでしょうか。

加藤 日銀の買いオペ対象を発行後一年としたのは、二つ理由があつたと考えられます。一つは、ドイツの事例では、銀行等が引受け取得した国債を一年以内に転売した場合にはその引受手数料を返還する規定があつた。その例にならない、我が国でも引受手数料を取っている金融機関が日銀買いオペとはいえ、一年以内に転売するのは、いわゆる眠り口銭的で問題があるということ。もう一つは、日銀の政策として国債の日銀引受けは絶対回避する必要がある。いったん市中消化された

国債であっても、一年以内に買いオペしたのでは、実質的に日銀引受けではないかという議論に結びつくことに配慮したのではないかと考えられます。

後藤 それで、五二年の四月から、取引所の国債相場が写真相場を止めました。今までは電話債券が市場の実勢を現す相場だったので、国債相場もその頃から電話債券と同じような動きになっていったのです。今までは市場実勢は受けませんなどということ言われたのだが、今度は、国債が電話債券と同じトレンドを描くようになって、国債が今度は市場実勢を反映するようになって、だんだんなつていったきつかけは、五二年四月の国債の流動化、大蔵省の売却緩和宣言ですね。

中島 売却制限が緩和された時点から利付電電債の利回りと国債の流動利回りとは連動して動くようになってきましたね。

加藤 公社債の流通市場の拡大にともない、そこに形成される債券相場、すなわち流通利回りの客観性、信頼性が一段と高まり、流通市場の動きを無視しては発行条件の設定をはじめ発行市場の円滑な運営は運営は不可能であるという時代が到来した。五〇年代に入って初めて本格的な流通市場が形成され、流通市場が発行市場に対して本来持つべき発言力を確立したといってもよいと考えます。しかし、弾力化したとはいえ、規制金利には厳格な序列と連動関係があるため、国債発行条件の変更はただちに長期金利全般の変更に波及することから、自由な流通利回りをもとにした起債条件の決定は難しかった。

中島 売却制限の緩和によって市場実勢を反映した市場価格が形成されますが、発行条件が市場実勢を反映して決められるようになったのはどの時点からでしょうか。大量国債発行により発行条件

が自由化したのは事実ですが、もう少し厳密に、いつから、何を契機にして市場実勢化が進んだのか、その点をきちんとしておきたい。

加藤 五四年春以降の金融引締め過程で、国債発行条件の弾力化、起債の弾力化は、早くもその限界に突き当たりました。五三年四月に長期国債の発行条件はクーパーレート六・一％（ロクイチ国債）と国債発行再開以来の最低を記録することになった。しかし夏ごろには、早くも、金利底打ち観が台頭して長期債に対する買い控え姿勢が強まり、流通利回りが発行条件を上回る乖離現象を生じ、これが徐々に拡大していった。

とくに五四年一月から取引所に上場されたロクイチ国債の初値が発行価格を二円五〇銭も下回った（利回りは六・六一％に上昇）ことから、市場関係者に地合の悪さを改めて印象づけた。相場はその後も下げ足を一段と速め、五四年六月には八

五円三七銭（利回り九・〇六％）と、発行後ほぼ一年間に発行価格を一四円一三銭も下回ったことになりました。

要するに、国債の条件改定がタイミングとして相場の下落に対して後追いで、引き上げ幅も乖離を十分に解消するに足りなかったことが、相場暴落の傷口を一段と深めることになったのです。

木村 シ団引受国債の発行休債は昭和五六年にありましたよね。シ団の引受拒否で昭和五六年八月休債した。

加藤 シ団側からは消化環境の改善のため大幅な発行条件の改定要請が強まる一方で、当局側には、大幅な利回り引上げ改定は他の金利、特に長期プライム・レートに波及し、これが景気に悪影響をもたらすとの懸念から、条件引上げ交渉は難航し、ついに三ヶ月にわたってシ団引受国債の発行が史上はじめて休債となるといっきわめて異例

の事態に陥りました。

木村 シ団のなかでも全銀協の会長行が重要な役割を担っています。

内田 いうなら、発行条件の自由化にいちばん影響を及ぼしたのはロクイチ国債です。ロクイチ国債の暴落、これは、五三年四月から五四年二月までにわたって、合計八兆八〇〇億発行された。このときが、「お上の御用金調達」最後のときです。それが、翌年の五五年三月には一三・五%、値段ではもう七一円が、それぐらいの、発行価格の二〇何円の値下がり。

後藤 要するに、シ団も、引受拒否をしたわけです。で、そのへんから大蔵の態度が改まってきたと。

内田 大蔵省が盛んに言っていたのは、「われわれには発行しない自由がないのだ」ということ。国債を発行しない自由がないと。必ず発行して、

事業化資金を調達する。それ以外の手段は何もないのだと。何回も聞かされてきた。

中島 五六年の六月から八月に初めて国債シ団引受金融機関は国債の引受を拒否します。休債です。その後、休債は、応募者利回りと流通利回りが乖離するたびに頻繁に起こってくるようになりますね。そうしますと、発行条件の自由化が進むようになったのは、休債を契機にしていると考えてよろしいでしょうか。

木村 そうでしょうね。

沖津 五三年度に国債の売買高が、金融債を上回りました。売却制限、価格統制下にあった四〇年代の国債は実質的な「有価証券」では無かったわけですが、この時期に大きく変質しました。債券市場は電電債、金融債と来て、県債なども売買量が大幅に増えて来ました。また（第一次オイルショックの）四九年と五三年の間に金利は大幅

に低下し、国債の発行条件も引下げられました。証券会社も国債を市場の中心としてやっていかねばならないという機運になって来たわけですね。この頃には債券売買益が収益の大きな柱になっていましたし、組織、体制も急速に整備されました。この間、自由化といってもいっぺんに実現したわけでは無く、中国の公募入札発行等を通じて段々に進んでいたのですが、そこに来たのが五四年の第二次オイルショックで結果的にはこれが自由化を加速する引き金になったと思います。加藤 一〇年もの長期国債の応募者利回りが市場性金利としての性格を確立するまでには、五四年から五六年に見られたようないわば「試練の苦しみ」を味わいましたが、規制金利から市場性金利に変質しつつあることを示すひとつの指標として、条件改定の頻度が飛躍的に増加したことがあります。四九年度以降の条件改定の回数をみる

と、四九〜五一年度の三年間は三回、五二〜五四年度間は九回、五五〜五七年度間は一二回、五八〜六〇年度間は二三回となっており、とくに六〇年度には流通実勢の変化に即応してほとんど毎月のように条件改定が実施された。

こうして一般投資家にも、発行条件は頻繁に変わるものだとの認識が定着していきました。肝心なことは、頻度より条件改定の質ですが、平成元年四月には、一〇年もの長期国債の発行に当たって、その発行額の四〇％を上限に「価格競争入札」制度が導入されました。残る六〇％部分についても価格競争入札の募入平均価格により既存シートの固定シェアにより引き受けることとした。これで名実ともに国債発行条件の自由化が実現したことになります。

内田 発行者である大蔵省にあった思惑は、この大量の国債をいかに円滑に発行していくかという

のと矛盾するのですが、いかにそのうえで低利で発行していくか。両方満足させたい。だから、完全に自由化した後も、私が聞いた限りでは、担当者、翌月発行されるまでの一カ月の間にプレミアムがついて売買されたらこれは負けだと、ずっとアンダーで、一回も浮上しなかったら勝ちだというのです。で、在任期間中、何勝何敗だったと。低く発行したものが優秀な人だったと。

日銀はそれに対し日銀総裁の勝ち負けは、公定歩合を上げたら勝ち、下げたら負けという感じ、あの総裁は公定歩合をずっと上げたから何勝何敗という、そういう噂話を聞いたことがあります。

角川 その当時から日本銀行は国債の発行事務については全面的に委託を受けてますね。そのときに、日本銀行の立場として、大蔵が定める発行条件のあり方についてなんらか意見めたことを、

MOFに伝えるといった動きは全くなかったのですが、自由化に至る過程の中で。

後藤 日銀は、自分のところの問題として、国債の前に巨額の短期証券を全額買わされているのです。短期の金利は日銀が決めるのにかかわらず、その短期のものを一方的に大蔵省が低利で発行条件を決めて、何十兆を日銀が引き受けると、買われる。

内田 その発行条件は、私がいけると調べて、大蔵省の理財局の内部資料メモがあるので。そこに、短期証券の発行は公定歩合を下回ること、と書いているのです。それが生きているから、発行条件を決めるときは、常に、公定歩合以下の水準。

今はゼロ金利になってから別ですが、長い間、市場の金利とやらはすべて公定歩合より上だったのです。そのときに公定歩合以下の金利で

何十兆と日銀引受。日銀は常にそれはいつておったのです。短期証券をもっと自由化して、実勢で、市場で発行してほしいと。

佐藤 日銀がなぜ国債買いオペをしたかといったら、成長通貨の供給という大義名分があったからです。大量発行が始まり、しかも成長率が下がってくるわけですから、結局、売却制限を撤廃せざるを得ない。ということだろうと思うのです。

また昭和五三年六月には買オペレーションの形式も、それまでのシ団内の引受率に応じた割当て方式から入札方式に変更しています。

そういう意味では、大蔵省と日銀は連携したのだと思っています。

中期国債ファンドの商品性

中島 自由金利の国債流通市場が確立すると、国

債発行市場にも大きな影響を与えていきます。国債は徐々に市場実勢を尊重して発行されるようになりますが、国債金利は他の長期金利と連動してあります。ですから、国債応募者利回りが自由化されると、他の長期金利も自動的に自由化されました。他方で、国債は業態規制にも大きな影響を与えます。売却制限が緩和されて初めて国債が金融商品になりました。特に、中期国債ファンドが与えた影響は非常に大きかった。金融革命の代名詞でしたが、中期国債ファンドは証券会社が扱う自由金利の普通預金と同じですから銀行がこの話を知っていたらおそらく大反対したと思うのですが、どうしてこのような革命的な商品が生れたのでしょうか。

佐藤 中期国債を最初に発行したときに、当局の説明は、法人の中期資金運用ニーズに応じるためということだったのです。ところが、第一回債

は、私の記憶ではよく売れたのですが、二回債以降は全く売れないのです。金利ベースも変わりませんでしたね。で、証券も非常に困ってしまうわけです。そこで、中期国債を投信に組入れるという発想になったと思うのです。中期ファンドがスタートした五五年当時は、流通市場が相当悪かったですから、当然、できあがりの利回りは高くなりません。一方、預金金利は規制金利の枠内で低利でしたから、非常に魅力的な商品ができあがったわけです。したがって、都市銀行は預金との競争を警戒していました。また、発券銀行には、証券会社が初めて自前の短期金融商品を持ってしまったととらえ、将来的には割引金融債の取扱いをやめてしまうのではないか、という警戒もあつたようです。

木村 だから、中国は三年、二年、四年と出たあと、最後まで五年債は出せなかった。五年利付金

融債が長期プライムの基準にもなつてましたしね。

佐藤 五年債が発行できなかったのは、利付金融債との競争を回避するためということだったので。また、当時の割引国債の発行額は、年間二〇〇億円程度に限定されていきました。

沖津 個人向けの商品として位置づけられて行ったのが中期国債ですが、証券会社の販売額が増加するにつれて二次流通も拡大し、安定した発行の為のインフラとしてまた貯蓄商品として中国ファンドを創設される動きになりました。このころ銀行はまだ規制金利下にありますが、ここらを契機に銀行の証券業務、六五条問題からむせめぎ合いも激しくなつていったわけです。

加藤 五三年度の中期利付債の発行計画額は順調に達成されたものの、五四年度に入ると当初発行計画を途中で大幅に減額してしまった。中期利付

債は市場サイドから極めて人気の高い金融商品となつていながらもかわらず、発行額が圧縮されたのは、基本的には金融が逼迫して起債環境が悪化したことによるが、より重要な問題は、規制金利体系が維持されているため、公募入札発行によつて発行予定額を確保しようと思えば、中期国債の二年、三年もの利回りが五年、一〇年もの国債利回りを上回ってしまう。これを避けるために、中期国債の応募者利回りが金利体系の中に収まるように発行額の調整がなされたのです。

中島 六五条問題などの業態規制がずっと金融行政の根幹になっていましたが、だんだんと証券界のほうも中国ファンドのような事実上の普通預金の業務を行うことができるようになるし、銀行は銀行で長期国債の販売に始まり、ディーリングもできるようになりました。昭和六〇年にフルディーリングが開始されると国債売買高が一挙に

急増していきませんが、なぜフルディーリングの開始と共に猛烈な売買高競争が起こつたのでしょうか。

木村 もともと銀行と証券の業際問題があつて、外国市場での引受競争から国内市場に焦点が移つてきたのですね。フルディーリング開始で銀行と証券の出来高競争はBの業者間取引で白熱し、たとえば六二年度なぞほぼ互角になっています。

この競争は、銀行の証券子会社が認められて、解消しました。

内田 売買高が多いことは、競争も影響しているようなことを聞くのです、日経新聞あたりで。銀行が売買高競争をして、短いTBを買つて、一日現先でやるのです。毎日、一日現先でやって、それを全部売買高にカウントするので、ほとんどリスクなしで、売買高だけものすごく増えてきた。

中島 売買高が増えたのは、ディーリング銘柄債

による回転売買ということだけでなく……。

内田 一〇年物をやったら、リスクが大きいですから、値下がりの。だから、短い国債で、短期の国債で、また短い日数でどんどん回転したほうが売買高を上げるにはいいわけです。リスクなしでできる。

中島 では、売買される国債は、TBが中心だったのですね。

沖津 TBが売買高水増し的手段として使われたのは昭和五〇年代末のことで、証券四社の各県別の順位競争のためだったと思います。フルディーリングになった六〇年以降の売買高競争はやはり長期国債を使ったのですよ。そのころはもう各目的なFB、TBの売買に対する関心は薄れていたと思います

内田 中国ファンドは私もやっていたのですが、あれは、現実には、残高の三〇%以上、中期国債

を組み入れないといけないのです。しかし、ルーにはそう書いてないのです。投信協会からも本を出しているのに、中国ファンドには中国を組み入れるというのは一切書いてないのです。市場に中国がなくて、本当に中国をゼロに近い利回りで買って組み入れたこともあったのです。そういういきさつがあつて……、投信法を全部改正したときに、大蔵省の役人がいつたのです。今までの行政指導みたいなのは、文書になつてないやつは全部なかったものと思つて欲しいと。そのときに野村證券がすぐいつたのです、大蔵省へ行つて。「では、中国ファンドは中国を組み入れないでいいのですね」と。組み入れるとは何も書いてないから、組み入れなくていいですね、と。そしてら、「それは別だ」と。中国ファンドの設定を認めたことはたいへんなことです。中国が発行できなくなつた場合の受け皿になつている。でも

いまだに、投信協会のルールにも、何パーセント組み入れるというのは一切書いてないのです。

角川 この商品が機能し得たのは、法人の金利感覚と個人が預金を中心としてベンチマークとして考えている金利感覚との間に明らかに差があったのをうまく利用したという事情があったという気はします。

長期公社債投信にもそういうニュアンスがあったのではないか。逆に言えば、個人と法人の金利感応度が収斂されてくるに従ってこの種の商品が消滅していく運命にあるのは、ある意味で非常に自然であるという言い方もできないでしょうか。

後藤 規制金利と自由金利が混在していたわけですからね。当時は。

沖津 あえて言えば、法人投資家にはスケールメリットがあるのだから、有利な取引条件は当たり前でしょうというふうな、エクスキューズになっ

てます。はたしてそうだったかどうか分からないですが。

中島 中国ファンドの利回りについては全く自由だったのですか、それとも、利回り規制はあったのでしょうか。

内田 事前申し合せや談合はなかった。しかし本当になかったら、各社全部一緒ということにはならなかったのです。一社ぐらい外れて当然のものが、全部同じ分配率。自由ではなかった。

沖津 お話が出ていたように、規制金利と実勢の中間商品ですから、良い点も悪い点もあった。完全な自由にしてもいいというのが、MMFです。MMFがスタートして、これだけは各社自由。といいながらもまだやはり完全でなかったが。

角川 ただ、MMFの販売会社のほうから、今、これではMMFが売れないから、もう少し、あと〇・一%ぐらい上げてもらえませんかといった

ら、「はあ、明日から上げますから」といってぱっと明日から上げるといするのは日常的にあったようですね。

内田 M M Fを、それもほとんど同じ、やっつてはならないことですが、全部、業界談合して、ほとんど同じになっておったのです。中国ファンドが始まって半年経って、残が増えたところで、業界が集まって、こんなことをしてたら、M M Fのレートはいくらだったら売れるのだ、銀行の一年定期を下回ればそれでいいじゃないかと。普通預金みたいにいつでも解約できるやつを銀行より高い金利にする必要は全くないのです。それ以下のところで無駄な競争を止めよう。無駄な競争をして、一社のファンドが崩れたら、一社がダメになって破綻すれば、一般の投資家から見たら、M M Fという商品は全部一緒だと思つ。すべてに悪い影響を与えるから、無駄な競争は止めよう。

私が、逐一、大蔵省には報告しておきます。今後こういふことをやります、と全部報告した。で、何年か経ってから、突然、大蔵省から電話があつて、明日から一切報告しないでほしいといわれた。談合を止めるように。今後一切しないでくれと。

木村 今、中国ファンドやM M Fなどファンドの話が出ましたが、確かに、投信はいわゆるマーケットの起爆剤になってますね。きょうは大和証券出身の方がいらつしやいませなので、代わりに言いますと、昭和五六年に「新国債ファンド」というものが出ましたね。なぜ、暴落した相場が立ち直ったかというのも、あの辺がきっかけのひとつと言えます。新ファンドで金余りの農業系統資金等をつかんだり、同じく資金豊富な農中自身も外銀等他の金融機関に金を回して、現先、アウトライトを問わず国債を買わしたり、当時長短の金

利差が適当にあったのも良かったかもしれない。ファンドそのものも新国債ファンドからジャンボとかいくつかのファンド開発に波及しました。それから、非居住者というか、いわゆる黒目（日系の海外現地法人）が国債を結構現先で買っていました。要するに業者が長い物を持って切り売りするので。そんなところも、マーケット復活に影響しているのではないだろうか。

中島 低クーポンの国債が暴落したので、それを市場から買い集めて、アキュミレーション方式を使って高利回りの新しい金融商品に作り変えたわけですね。低利国債の過剰供給によって国債相場が暴落したので、その低クーポンの国債を市場から吸収することによって国債の相場は持ち直すわけですね。

角川 ある種の保有組合みたいなものでね。

内田 新国債ファンドは五六年一〇月です。あの

ときに、低クーポン債はかなり値下がりしてましたから。

木村 あと、非居住者の動きも見逃すことが出来ません。当時、急激な円高、ドル安の動きでドル円・シフトがおこりました。海外中央銀行やサウジのSAMAとかシンガポールのMASとか、そういうところが動いてきました。SAMAなどは一銘柄最低四〇億円の取引単位で、それまでとは桁違いに大きく、玉の調達力がないと商売があつたりの状態でした。

証券会社のファイナンス

中島 昭和六〇年代以降になってくると、金融自由化が進展して公社債市場は変化していきます。

一つの大きな変化は、現先市場の変化です。現先市場の規模はそれほど縮小しないわけですが、売

買される債券の種類をみると、有価証券取引税が課税される課税玉の現先売買は激減し、FBとTBだけの現先取引になってきます。玉現先は証券会社のディーラー・ファイナンスの主要な手段であつたわけですが、そうすると、昭和六〇年以降のディーラー・ファイナンスはどのような方法で行われたのでしょうか。FB、TBの現先取引は昭和六〇年以降に激増していきますが、これは発行時源泉徴収の事務手続きを簡略化するためであつて、ディーラー・ファイナンスの手段ではなかつたと思うのですが……。

木村 わりと最近になつてはCPの発行もありますよね。

沖津 日証金の機能はどんな役割を果たしていたんでしたかね。六〇年以降になると現先一本やりという感じではもつなかつた。資金調達も専門部署で行つうよになつて、債券売買セクションとは

分かれていました。当時のBBは決済が二〇日、月末の月二回でした。落とし合いで決済されていきましたから、見かけよりは資金は要りません。だからあんなに大量の売買が出来たということもあります。しかし必要資金量はどんどん大きくなるわけで、そこらの過程については経理部にいた方に話を聞いてみないとなりませんね。

中島 コールが始まったのはいつですか。

小林 証券恐慌の後、コール取入れを禁止されて、五五年に一部の証券業者に復活しています。

だから、その間の現先と、コールが再開されてからとは、状況が違うのかも。

中島 コールの取入れは、無条件で認められたのと違つて、最初、額の制限がありました。それがだんだんと広がつていくわけで、一度にコールでファイナンスをやつたわけではないですね。アメリカのレポも現先も、ディーラー・ファイナンス

の主たる手段であって、大蔵省が現先を認可したのも、大量国債発行が念頭にあったからだと思うのです。昭和六〇年以降になると、F B、T Bの現先売買でディーラー・ファイナンスが行われたのでしょうか。

沖津 手持ちを現先でファイナンスするということとは減っていました。F B、T Bの現先を使って（在庫全体の）資金調達をするということもなかった。

中島 ないですか。現時点ではどうなのでしょう。日本版レポ、現先、それとも、コール市場。

国債先物取引の開始

角川 最後に、小さなエピソードをいただければうれしいなと思っているのが、国債先物取引開始についてです。国債の先物取引を導入することの

可否について、証券会社のニーズと銀行のニーズとがあまり合致してなかったという面はなかったでしょうか。

もう一つは、格付け機関です。格付け機関の設立についてすんなり議論が進んだのかどうか。日本の土壌の中での格付け機関の有効性については、どんな論点で議論されたのでしょうか。

沖津 加藤さんからお話を伺えればと思うのですが、先物市場を作る際に、「先物」というのは抽象的な、いわば根も葉も無いものを売買するわけです。それは現物が存在することを前提にしている証取法の考え方と合わない。ここをどうするかという議論があったという記憶があるのですが。当時は先物がない中で取引量が膨らんできていました。リスクヘッジの手段がないわけですね。だから相場が下がってくると、損を出しながらでもとにかく取引を重ねる中で簿価を引下げて行く。

相場が反転するとその過程で今度は利益が上がってくるのですが、やり損なうと大変なことになる。もうこんな手法では限界がある、先物が必要だという議論になって東証等が熱心に動かれたという経緯があります。

角川 いちばん最初に大証で検討が開始されたのでしたね。

内田 最初、大証で国債先物を導入するかどうかを検討して、結果は、日本ではまだそういう投資家は育ってない。シカゴはやってますが、シカゴのような、リスクを取るような投資家は日本では育ってない。時期尚早であるという感じではない。たん止めているのです。

角川 それは何年頃でしょうか。

内田 確か、中島先生の斡旋で、大阪で一回しゃべったことがあるのです。そのころ……。

中島 昭和五八年ぐらいでしょうか。

内田 大阪取引所で導入は時期尚早であるというのを発表し、同じときに、名古屋では東海銀行が同じように発表しているのです、時期尚早であると。六〇年のときは、一年程前に大蔵省が突然、言ってきたのです。一方的に、東証で先物をいつまでにスタートしてくれと。検討など問答無用というふうに。何月までには実現しろという感じですね。

小林 それは証取法の改正を進める前の時点でしょうね。

加藤 昭和六〇年一〇月の取引所債券先物取引の導入は大きな制度変革の一つです。日米円・ドル委員会報告書の公表などで、国際間の証券取引は活発化し、公社債の価格決定は海外金利水準を為替レートなどの影響を受けるようになってきました。また、債券の価格変動に対するリスクヘッジの必要性の高まりや東京マーケットを国際的な資

本市場へ育成する観点から、内外の投資家、証券業者からの強い要望によって債券先物取引市場が実現したものです。これによって現物債と絡めた裁定取引が活発化し、公社債市場は一段と深みと広がり具合を加えたといえます。

当初、国債一〇年ものでスタートし、その後、六三年に二〇年もの超長期国債、平成八年には五年もの国債が先物市場へ追加上場されました。

中島 先物取引が認められる前に、事実上の先物取引である着地取引が、五〇年代の当初からずっと拡大してきましたね。着地取引の拡大は、先物取引に対するニーズがあるという証明になるのではないのでしょうか。

角川 着地取引を、ある程度、規制することに よってオープンな形に持っていったのではないのでしょうか。

中島 着地取引は、金融が引締められると大きな

リスクが発生しますが、そういうリスクを発生させないために先物取引を認めたということでもないわけですか。

沖津 着地は、取引当事者間の取引を先に延ばしただけで、いわば先渡し取引です。先物のように不特定多数者の売買による価格創造機能は無く、従ってヘッジ機能もありません。両者は区別して考えるべきだと思います。そう私は理解しています。

中島 着地取引が急速に増加したのが、四九年。事業債、電力債。

内田 電力債だな、やはり。ダブルA×九・五％という高いクーポン債が発行されてます。トリプルAで九・五。しかし、現先レートは、当然一〇何パーセント。だから、短期で運用するほうが金利はいいわけですが、九・五の魅力は捨て難い、こんな一〇何パーセントがこれから一〇年続くは

ずがないと思うものの、その頃、九・五でも売れ

なかったのです。短期金利が一〇%超えていると

きに、一〇年で九・五などというのはそんな魅力

はない。そこで、証券会社が売り込んでたのが、

季節的にカネが入る農林系統、県信連。県信連へ

売り込んで、供米代金が入るその時期に合わせて

買いましよう。そしたら、今の発行値段だった

ら買う。今買うよりも、今は一〇何パーセント

の金利で短期で運用して、半年以上先に今の一〇

年物を九・五の金利で買えば、これはいいな

と。

木村 先物については、外庄の影響もあつたと思

いますよ。先物市場の開設は昭和六〇年一〇月で

すが、日米円・ドル委員会はその一年前から。先

物市場については、当時から外資系は要望を出し

てきましたから（日米円・ドル委員会は平成元年

一一月に日米金融市場ワーキンググループと改称

して存続した）。

中島 先物の？

木村 ええ、そのへんもかなり影響しているの

はないかと思えます。私の印象では外庄を非常に

強く感じております。例えば、昭和六三年九月六

日の大蔵省の新聞発表「国債市場の整備等につい

て」ですが、これは当局が一〇年国債の入札制度

導入とか、国債のデリバティブ市場の拡大等を宣

言したのですが、周りでは外向けの発表と受け

取られていました。

角川 格付機関の設立にも国際化が関係していま

すね。

加藤 昭和五〇年代の後半に入り内外市場の一体

化が加速し、民間債の海外市場での発行シェアは

六〇年度には五五・七%と過半を記録、その後も

四〇%台後半になりました。

民間外債の実態をみると、発行者が国内企業、

引受会社が国内系証券会社、取得者が国内の金融機関、機関投資家といった、いわば海外市場を借り腹として利用していたことから、当時、「バナナの黄色いのと、青いのとを店頭に並べてあれば、当然買われるのは黄色い方に決まっている」として、国内市場を活性化するための方策が叫ばれたのです。

五九年の円・ドル委員会報告書によって、円の国際化・自由化に拍車がかかり、外国民間企業のユーロ円債の発行が始まった。日本の民間企業のユーロ円無担保債については、当初アメリカ格付機関の格付けシングルA格以上でかつ円建て外債の適債基準を充足するものとされた。それまでは、国内の適債基準と平仄をあわせていたので見直しが迫られ、そこで適債基準に格付けを採用することが議論になり、中立的で権威ある格付機関の設立、さらに格付けの質に客観性を確保するた

めには複数の機関の存在が必要ということになりました。

角川 最初に格付けを始めたのはどこでしたか。
加藤 日本経済新聞社系の機関が試験的格付けを行っていたが、六〇年に別に二つの格付機関が新規に開始した。さらに外国系の格付機関の国内進出もあり、六二年から格付が適債基準の一部に利用され、平成二年には適債基準は債券格付に一本化されたのです。

内田 国債の格付アフターフォロー会合というのが大蔵省でありまして、私は一年間、投資家（投信）代表として参加していました。ほとんど発言の機会がなく、自由発言のときに「投資家代表なのに一言も発言できなかった」といったことがある。

格付機関の経営は情報を投資家に売る収入と格付けをした企業からの収入、両方で成り立つとい

われますが、私は「日本では投資家で格付情報にカネを払うという考えはない、情報はすべてサーピスだ。投資家から見たら、その会社に対してどの格付機関が、どういう考え方で、どんな格付をしているか、一覽表のようなものがあれば非常に分りやすい」とも発言した。格付機関代表の委員からさんざんクレームを付けられましたよ。

公社債市場の変貌

中島 昭和五〇年代、六〇年代の話は、まだまだお聞きしたい話がたくさんありますが、時間の制約もありますので、第三部の問題に移りたいと思います。

日本の証券市場は一九九七年、九八年の金融危機を境にして、大きな変貌を遂げてきていると思います。従来ですと金融構造を間接金融と直接金

融に分類して、日本の金融構造は銀行を中心とする間接金融優位の構造であること、その弊害を是正するため公社債市場を育成して、直接金融のルートを拡大する必要がある、そのような議論がなされてきたと思うのです。ところが九七、九八年の金融危機以後、直接金融の拡大ではなく、「市場型間接金融」という新しい言葉が言われるようになりました。「市場型間接金融」という用語は、亡き蛸山昌一先生のネーミングで、今日の金融制度改革のキーワードになっています。また、最近では、市場型間接金融は非常に響きが良くて分かりやすい表現だが、もう少し厳密に考えてみると、間接金融そのものが市場化しているわけですから、「間接金融の市場化」という方がより正確ではないかと、これは滋賀大学の二上先生が指摘されておられます。

金融危機を境にして、銀行の債権を証券化する

る、銀行のシンジケートローンも証券化を予定して組成するという、新たな変化が起こってきているわけで、直接金融の拡大という問題ではなくて、間接金融そのものが市場化していく、日本の公社債市場は新しい時代に入りつつあると思うわけです。こうした変化がどうして生じたのか、そしてまた、こうした今日の変化をどのように見ておられるのか。日本の公社債市場の歴史を振り返ってみて、現在の特徴をどのように感じになつておられるか、そういう問題について、うかがっていききたいと思います。

後藤 広い意味での金融市場が広がっていった、資金の調達者も、運用者も、相対取引ではなく、マーケットでやったほうが有利という方向になってきた。

横山 中島先生は、市場型間接金融から、最近では間接金融そのものの市場化となっているよう

な、長い年限かけて債券市場がここまで来たところを、長い歴史を振り返ってどういうふうに位置づけたいのだろうかという問いかけだったと思うのですが、そこに行く一つの大きなきっかけは、たぶん、中島先生もおっしゃいましたが、九七、九八年の金融危機だったろうと。

クレジットリスクがものすごく表面化してきて、発行体の信用度によつて金利は差がついて当然なのだというのが、やはりあの時期に債券市場にも定着しはじめたのではないかと思えます。それがさらに間接金融側にも及んで、結局はリスクをどう取るかというのはマーケットに聞かないと最終的に分からないという時代になってきた。クレジットリスクがあそこまで日本の市場全体にものすごく大きな意味を持つようになった、債券市場にとつても非常な転換点になったのではないかという気がします。

角川 過渡期である今、これから、いちばん何に
対して注目してらっしゃるか、どういふことに焦
点を持ちながら見てらっしゃるかというようなこ
とを、非常に簡単に結構なので、一言だけみなさ
んからお言葉を頂戴できませんでしょうか。

後藤 公社債市場が大きく変貌を遂げた根本的理
由を考えてみると、それはやはり、日本経済にお
ける資金需給の変化、そしてその背後には経済成
長率の鈍化があると思います。

私の現役時代を振り返ると、高度成長でいつも
資金不足の世界にいて、しかも低金利政策の規制
でいつもぎゅぎゅう抑えられ、あれはいけな
い、これはいけない、とやられていました。その
状態は一体いつ解消するものか、とても考えられ
ないと思っていました。

しかし、さすがに昭和五〇年代に入り、高度成
長がついに終焉し、資金需給に基本的変化がでて

きました。

その一方で、円高、海外との資金交流、日米構
造協議などのアメリカの自由化圧力、などあい
まって、市場環境は急速に変貌し、証券会社が今
まで出来なかったことが、つぎつぎと自由化され
てきたのです。

内田 低金利が終わったときに日銀がどうなるの
だろうかというばくぜんとした疑問を持ちます。

未だに毎月一兆二〇〇〇億円もの国債オペを継続
して、すでに残高も一〇〇兆円ぐらいになってい
るはず。相場は、少しでも金利が上がらだし
たら、先の先まで悪材料を織り込み、下がります
から、普通だったなら二、三円の下がり、その先
を読んで、四円ぐらい下がる。一〇〇兆以上持つ
て、一割値下がりしたら、一〇兆の評価損。そう
なったら、日銀でも処理できないだろうと。今は
その原価法で評価しないようになっていますが、

もし一〇兆以上の評価損があった場合に、いったい日銀はどうなるのだろうかと思えますね。

加藤 ロクイチ国債のパニック的な市場現象が強く印象に残っているので個人消費が拡大し、デフレ脱却が明確になり、金利上昇局面に転じたときの公社債市場の展開が大変気になります。

平成一七年度末の普通国債残高は約五三〇兆円であり、そのうち日銀保有が約一〇〇兆円ということであるなら、差し引き四二〇兆円が市中に持たれている計算になる。日銀保有分の国債種類別、残存期間別内訳はわからないので、国債総額五二〇兆円についてみると、国債の平均残高機関は五年四ヶ月になります。

残存国債の評価損問題、現在、国債の利率加重平均が一・四二%であるが、仮に国債市場金利が一%上昇したときの評価損を計算すると、クーポンレートを一・四%と仮定して、その時の市場価

格は九五円一八銭となり、取得価格を一〇〇円として、その評価損は四円八二銭になる。これを四二〇兆円に掛け合わせると評価損は全体で二〇兆円に達する計算になります。これは今回の日本の金融機関が抱えた不良債権の約半分に相当する規模です。

また、国債残高を残存期間別にシェアを見ると、一年以下の短期国債を含めて、残存期間二年以下の比率は三五%、このうち短期国債残高は全体の約一〇%あるので、それを差し引いた二五%、残高全体の四分の一にあたる中・長期国債が二年以内に償還期を迎え、借換債発行が必要になり、その金額は約一三〇兆円になる。仮に市場金利が一%上昇したとすると、その借換債だけで金利負担は年間一・三兆円増えることになる。新規債の金利負担を加えて国債費の増加が財政収支を圧迫することになるでしょう。

内田 五〇年国債の発行などが考えられていると
 かというのが最近の新聞に載ってましたが。理財局
 へ行っておって思ったのは、理財局では、もとも
 と財政法は六〇年間建設国債と決められています
 から、六〇年、できるだけ長い期間で発行してし
 まいたいのです。そうしたら、国債の表面金利が

確定すれば、財政支出算出が容易になるわけ
 です。そういう考えがある。だから、そんな、三方
 月や一年でどんどん買い換えていたら、いったい
 金利がいくらかかるのか全く読めないのです。

佐藤 国債の新規発行市場や流通市場の整備につ
 いては、考えられる手段はほとんどつくされたと思
 います。国債残高の圧縮については、今のところ
 手がつけられていない状況です。

国債の残高をあえて税金の先喰いと考えると、
 将来の日本経済にとって極めて重大な課題と言わ
 ざるを得ないと思います。出来るだけ早く具体的

な国債残高圧縮計画を提示することが必要だと
 思っています。

木村 金利上昇は長期債の二％超まで覚悟してい
 るようなので、当面は問題ないかと思えます。気
 になるのは消費税の上げ待ちなのか、大量国債の
 具体的減債策が何ら論じられていないことです。

減債とまでいかなくとも、二酸化炭素を封じ込め
 るような、例えば、永久国債の発行など負担軽減
 策がないものかと。

沖津 国債市場の創成期からの流れをふり返って
 みると、市場関係者の先見性、努力によって、大
 筋で正しい方向に進み、今日に至っていると思
 います。これだけの規模の発行・取引・決済が円滑
 に進んでいることは、それ自体が大きな財産であ
 り、この機能を維持、向上させることが財政改革
 を進めていくための前提条件です。

市場をとりまく環境は近年大きく変化し過去の

物差しで現在を計ることはできなくなっています。債券市場は取引所のような具体的な形があるわけではなく、判断の前提となるドキュメント、データの類も共通のベースとなるものを整備していく必要があります。この研究所にもそういう面で期待したいですね。

小林 たいへん申し訳ありません。お話は尽きないのですが、このあたりで。どうもきょうはありがとうございました。

戦後公社債市場年表

- 昭和20. 9.15 戦後最初の公募債発行（第16回政府保証割引更生債券）
 20.12.26 戦後最初の事業債発行（倉敷絹織第3回い号社債）
 21. 2.27 証友会発足、少額債券の交換会開始
 21. 3.25 戦後初の公募金融債発行（利付興業債券）
 21. 4. 6 GHQ、政府保証債の発行禁止
 21. 7.25 戦後最初の証券業者の元引受参加事業債発行（北越製紙第1回い号物上担保付社債）
 21.12. 2 戦後最初の公募地方債発行（東京都第5回教育公債ほ号）
 22. 3.31 財政法公布、赤字国債発行・国債の日銀引受発行を禁止
 22. 6. 2 起債調整協議会発足
 22. 8.10 東京証券、電信電話債券の店頭気配交換開始
 23. 4.13 証券取引法改正公布（23年法）
 23. 8.21 日本企業初の転換社債発行（大和証券、私募）
 23.11. 7 証券取引法第65条施行、同12.7日本放送電社債発行で証券業者引受開始
 24. 5.16 東証・大証・名証、売買立会い開始、債券は上場されず
 24. 6. 2 日銀、適格担保社債事前審査制度を開始
 24. 6- 起債調整協議会、起債懇談会と起債打合会に分化
 27. 6.12 長期信用銀行法公布
 27.12.27 電信電話債券令公布
 28. 8.28 戦後初の政府保証債発行（第1回鉄道債券、第1回電信電話債券）
 31. 4. 2 東証・大証、債券売買市場、11年ぶり再開
 31. 7.11 起債懇談会、起債条件の自由化方針を決定
 31. 7.23 公社債引受協会、創立総会
 33. 4.30 企業担保法公布
 34. 2.17 戦後初の外貨債発行（米貨国債）
 36. 1.11 公社債投信業務認可
 36. 1.20 戦後初の民間外債発行（川崎製鉄、住友金属工業）
 36.10.17 電信電話債券の取引所売買開始
 37. 4. 1 東証・大証、債券市場における一般公社債の売買取引を停止
 41. 1.19 昭和40年度における財政処理の特別措置法公布施行
 41. 1.28 新規・赤字国債発行開始
 41. 2. 7 東証・大証、債券の取引所取引再開
 41.10. 1 東証・大証、戦後初、第1回国債を上場
 42. 1.20 日銀、戦後初の国債買いオペ実施

戦後公社債市場の歴史を語る

- 昭和
- 45. 5.11 東証・大証、時価転換社債の取引所取引開始
 - 45.12.18 初の円建外債発行（第1回アジア開発銀行債）
 - 46. 6.30 戦後初の市場実勢による発行条件決定で、第1回円建世銀債発行
 - 48. 4. 2 東証・大証、初の円建外債上場（世銀債）
 - 49. 2. 6 4大証券、公社債現先売買（委託分）取扱い基準決定（自主調整開始）
 - 50.12.24 50年度の公債の発行の特例に関する法律公布施行、大量国債発行時代へ
 - 51. 3.10 大蔵省、「現先取引についての取扱い基準」通達、公式に認知
 - 52. 1.20 第1回中期割引国債発行
 - 52. 4.19 大蔵省理財局長、「金融機関の国債売却は自主的判断とする」旨答弁、赤字国債の流動化開始
 - 53. 2.17 大蔵省、債券着地取引の取扱い規程通知
 - 53. 6.16 第1回中期利付国債発行
 - 54. 2.24 大蔵省、非居住者の債券取得制限を全廃
 - 54. 3.30 初の円建無担保社債発行（シアーズ・ローバック）
 - 54. 4. 2 東証・大証・名証、国債の大口売買取引開始
 - 54.12.28 銀行保有上場債券の評価方法、低価法一本から原価法と低価法の選択制へ
 - 55. 1. 4 中期国債ファンド開始
 - 55. 2.20 国債振決制度開始
 - 55. 5.21 国債売却制限緩和決定
 - 57. 4. 1 証取法改正・新銀行法、施行、業界問題に結論
 - 58. 3.31 加入者負担電電債廃止
 - 58. 4. 1 金融機関の国債窓販開始
 - 59. 6. 1 金融機関の公共債ディーリング開始
 - 60. 1.31 戦後初の国内完全無担保債発行（TDK）
 - 60. 2.19 初の債券格付機関の設立、日本格付研究所
 - 60.10.19 東証、債券先物市場を開設
 - 62. 9. 1 国債20年債の公募入札開始
 - 63.10. 1 発行登録制度導入
- 平成
- 1. 5.31 債券貸借市場発足
 - 1.12. 1 東証、Tボンド先物上場
 - 2. 5.11 東証、債券先物オプション取引開始
 - 2- 16年ぶり、赤字国債発行ゼロに
 - 3. 4. 3 LIFFE、日本国債先物上場
 - 4. 1. 7 債券売買価格、「自主ルール」開始
 - 6. 4.15 変動利付債発行（三井造船）

- 平成 6.10.17 金利、完全自由化
- 8. 1. 1 社債発行規制の完全撤廃
 - 9. 9.18 ヤオハン、戦後初、事実上の社債デフォルト
 - 10. 6.15 資産の流動化に関する法律公布
 - 11. 1.21 CME、日本国債の先物取引を開始
 - 11. 2.17 日銀、短期市場翌日物金利、実質ゼロ金利容認～12.8
 - 11. 4.21 金融業者の貸付業務のための社債の発行に関する法律公布
 - 11. 6.10 オリックス、ノンバンク社債第1号の無担保社債募集
 - 11. 9.16 クレスベール証券東京支店、プリンストン債のデフォルト発表
 - 11. 9. 2 国債30年債の公募入札開始
 - 11.10. 1 銀行の普通社債発行、解禁
 - 12. 6.30 日本相互証券とイー・ボンド証券に初のPTS 参加認可
 - 12. 7.29 普通社債で初のネット起債、大阪ガス
 - 12. 9. 8 米 MDY、円建日本国債格付引下げ発表、官民逆転
 - 12. 9.18 国債市場懇談会の開催開始
 - 12.10.31 日本格付研究所、初の国債格付を公表
 - 13. 3.19 日銀、初の量的金融緩和政策開始
 - 13. 6.27 社債等の振替に関する法律公布
 - 13.12.23 アルゼンチン政府、デフォルト宣言
 - 14. 4.26 国債投資家懇談会の開催開始
 - 14.12.24 15年度予算決定、国債新規発行額36兆円台と史上最高
 - 15. 2.19 国債の買入消却、初の実施
 - 15. 2. 3 個人向け国債の募集開始（3月分）
 - 16. 3. 4 物価連動国債の入札実施
 - 16.10. 1 国債市場特別参加者制度開始
 - 16.11 国の債務管理の在り方に関する懇談会の開催開始
 - 17. 1.22 国債の海外 IR 開始
 - 18. 3. 9 日銀、量的金融緩和政策の解除決定
 - 18. 3.31 昭和41年以来の国債引受シ団制度の廃止
 - 18. 7.14 日銀、ゼロ金利政策の解除決定
 - ～20 社債等登録法の廃止予定（20.1.5までの政令で定める日）