

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

昭 40. 11. 11 証取審

証券取引審議会（会長堀越禎三氏）は、11月11日総会を開き「公社債市場のあり方からみた国債発行の諸問題」について意見書をまとめ、同日福田蔵相に提出した。

同審議会は、国債発行に関連する問題、とくに引受けと流通市場問題について審議した結果、国債発行に際しては、市中公募を原則とすべきであり、市中公募を円滑にするためには、正常な公社債市場の確立が必要で、証券界の果たすべき責務と役割は極めて重大であり、資本市場としての消化能力や適正な資金配分について慎重な配慮が必要である、との基本的考え方を示し、①引受けシンジケート団は募集引受けを行なう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である、②国債の円滑な市中公募のためには、証券会社の機能を伸ばすよう十分配慮すべきであり、③国債を証券取引所に上場することは公債市場正常化の前提条件であることなどを強調している。

国債発行問題については、既に証券界初め各方面から意見が発表されているが（別添「国債発行に関する各方面の意見の要約」参照）証取審の答申で、とくに注目される点は国債の発行方式について、先に（11月8日）金融制度調査会（会長山際正道氏）が「シンジケート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」として拡大方式を唱えているに対して、同審議会の答申においては、「シンジケート団は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である」としている点である。

答申の全文は次のとおりである。

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

昭 40. 11. 11

証券取引審議会

国債の発行に際しては、市中公募を原則とすべきであり、市中公募が真に円滑に行なわれるためには、正常な公社債市場の確立が必要である。

現在、公社債保有者にとっては、適正な価格で売買できる市場が必ずしも常に提供されておらず、発行条件の決定についても、需給関係を十分反映しているものとは考えられない。このような状況においては、到底、公社債市場の正常な機能を期待することはできない。

国債発行をめぐる諸問題の検討にあたっては、公社債市場の育成、殊に正常な流通市場の確立が緊急な課題となる。正常な流通市場の確立は、国債の適正な発行、消化の前提条件であるのみならず、広く起債市場を正常化し、企業金融及び金融市場のゆがみを是正する基盤ともなるのである。

国債発行を機会に、公社債市場が国債を中核としてその本来の機能を発揮し、真に健全な姿となるためには、その担い手である証券業界の果たすべき責務と役割りは極めて重大である。この際、証券業界が発行および流通市場におけるその職能を十分に発揮できるよう、万全の体制を整える必要がある。

また、国債の発行が社債の消化等民間資金の需給に圧迫を加えることのないよう留意するとともに、資本市場全体としての消化能力および公

共、民間両部門間の適正の資金配分につき、慎重な配慮が必要となる。

以上のような基本的考え方から、国債の引受け、消化及び流通市場については、下記のように考えるべきである。

記

1. 国債の発行にあたっては、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必要がある。
2. 国債の発行条件は、円滑な市中公募を可能ならしめるものでなければならない。したがって、発行条件は、市場の価格と金融環境を勘案し決定するべきである。
3. 引受けシ団は、募集引受けを行なう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である。現状においては、応募引受け者の参加もやむを得ないと思われるが、今後においては、逐次、本来のあり方に沿うよう配意すべきである。
4. 国債の円滑な市中公募のためには、機関投資家による消化や個人消化の促進が必要である。そのためには、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に配慮すべきである。
5. 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。
6. 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は、必要に応じ適切な配慮を加えるべきである。
7. 証券取引所における市場価格は、将来、日本銀行が国債オペレーションを行なう場合に、その売買価格となることが期待される、この場合には、証券市場を通じてオペレーションを行なうこととなるよう配慮すべきである。

国債発行に関する各方面の意見の要約

団 体 項 目	1. 発 行 方 式
証 券 界	<p>○市中公募を原則とし、市中消化可能な条件及び量で行なうこと。</p> <p>○「国債シ団」による引受募集の形式をとる。</p> <p>○シ団は銀行と証券で構成する。</p> <p>○シ団メンバーは分担額について各個に引受責任を負う。</p>
証 取 審 議 会	<p>○市中公募を原則とすべきである。</p> <p>○引受シ団はアンダーライターで構成されるべきだが現状では応募引受者の参加も止むを得ない。今後、逐次、本来の在り方に沿うよう配慮が必要である。</p>
全 銀 協	<p>○民間消化を原則とし、消化可能な条件、規模で行なうこと。</p> <p>○民間消化に適した引受機構を作り、その構成メンバーは資格要件を考慮しつつ弾力的に配慮する。</p>
金融制度調査会	<p>○市場の消化能力に無理のない範囲で、市中公募で発行する原則を確立すべきである。</p> <p>○現行の政保債で行なわれているようなシ団引受方式が最も有効である。</p> <p>○構成メンバーには、従来より範囲を拡げ、多方面の金融機関を加える等の配慮が必要である。</p>
財政制度審議会	<p>○市中消化を原則とする。</p> <p>○但し、民間資金需要を圧迫しないよう十分配慮を要する。</p>
総合政策研究会	<p>○原則として市場公募の建前をとるべきである。</p> <p>○引受シ団は政保債シ団並みとし、特別の場合を除き、いたずらにその範囲を拡げるべきでない。</p> <p>○手数料は応募引受と募集引受とに分けて支払う要がある。</p>
経 済 同 友 会	<p>○市中消化を原則とする。</p>
経 団 連	<p>○日銀引受による公債発行は極力避け、民間消化を原則とする。</p>

団体 項目	2. 発 行 条 件
証 券 界	<ul style="list-style-type: none"> ○基本的には、シ団と協議の上、市中消化可能な発行条件にすべきである。 ○期限について、40年度は中期債、41年度以降は長期債が適当であろう。(各種年限のものを目的等によって弾力的に発行)。 ○利回りは政保債を大きく下回らないようにする。(アンダーパー発行) ○買入消却の積極的活用が望まれる。
証 取 審 議 会	<ul style="list-style-type: none"> ○円滑な市中公募を可能ならしめるものでなければならない。 ○条件は、市場価格と金融環境を勘案して決定さるべきである。
全 銀 協	<ul style="list-style-type: none"> ○基本的には広く民間が自発的に応募し得る程度のものが必要である。 ○期限は7年～10年が適当であり、利回りは政保債と極めて接近したものでなければならない(40年度、41年度について条件の区別は不必要)
金融制度調査会	<ul style="list-style-type: none"> ○本来、国債金利もプライス・メカニズムによって決定すべきであるが、当面金利体系全般におけるバランス及び将来の金利動向を考慮しつつ消化先と意見調整の上決定すべきである。 ○期限は当面公募公社債(7年)程度のものでし、今後より長期のものを考慮すべきである。 ○利回りは、政保債とあまり大きな格差をつけるべきでない。
財政制度審議会	
総合政策研究会	<ul style="list-style-type: none"> ○明年度の発行条件と今年度のそれとは区別せざるを得ない。 ○明年度以降については、期限は10年、表面金利は6分5厘(発行価格を98～99円として利回り6.7～8%)とする。
経 済 同 友 会	<ul style="list-style-type: none"> ○長期的観点から国債利率は6.5%程度とし情勢に応じて発行価額を調整するのが適当である。
経 団 連	<ul style="list-style-type: none"> ○市場実勢を反映した発行条件を弾力的に決めるべきである。

団体 / 項目	3. 消 化 様 式
証 券 界	○巨額の消化，流通市場育成の見地から消化層の多様化が必要であり，従って，これら消化層と市場を結びつけ得る証券会社の機能を最大限に利用すべきである。（金融機関の窓口販売は不適當）
証 取 審 議 会	○国債の市中公募のためには，機関投資家による消化や個人消化の促進が必要である。 ○そのためには，国債流通の円滑化等とともに，証券会社の機能を伸長するよう十分の配意を要する。
全 銀 協	○消化層の多様化のために販売機構の強化を図る要があり，そのため，販売窓口を金融機関に拡げることについては，販売機構整備の観点から前向きに考慮されて然るべきである。
金融制度調査会	○国債の消化には一般の貯蓄を吸収する努力を怠るべきでないが，当面シ団メンバー自身の消化に期待せざるを得ない。個人消化の促進には証券会社を中心とする販売網強化を要し，新たな販売網を考慮することも検討の余地がある。
財政制度審議会	
総合政策研究会	○国債の引受，販売の中心は証券業者である。 ○また，国債の売買は市場を通じて行なわれるので，その業務郵便は証券業者の本来の分野であり，銀行あるいは局窓口での販売をとりあげる必要を認めない。
経 済 同 友 会	○当面は各金融機関が中心となって消化せざるを得ないと思われるので，各金融機関の協力が必要である。
経 団 連	

団体 \ 項目	4. 流 通 市 場
証 券 界	<ul style="list-style-type: none"> ○国債に市場性を付与し、流通市場の中核的存在にすべきである。 ○国債の取引所上場を実現し、公正な価格を形成すべきである。 ○場外取引も認めるべきであるが、その場合でも市場価格を基準とすべきである。
証 取 審 議 会	<ul style="list-style-type: none"> ○円滑な市中公募のためには適正な流通市場の形成が必要である。 ○国債を取引所に上場し、正規の流通市場を開くことが公社債市場正常化の条件である。 ○取引所の価格は、日銀オペの売買価格となることが期待される。
全 銀 協	<ul style="list-style-type: none"> ○公社債市場の育成は国債に流通性を付与する基本的方策である。 ○特に国債は中心銘柄であるから適正価格形成に留意の要がある。 ○気配交換に政保債国債を加えるべきである。
金融制度調査会	<ul style="list-style-type: none"> ○市場育成には、長期安定資金蓄積の環境形成、短期金融市場の安定化等と同時に国債の条件、規模の適切な決定が必要である。 ○経過措置として国債の流動化対策が必要である。 ○気配交換に事業債以外の債券も積極的に加えるべきである。
財政制度審議会	
総合政策研究会	<ul style="list-style-type: none"> ○市場公募の建前をとる以上、公社債市場を速やかに開設して公債の流通性を確保することが不可欠の条件である。 ○市場開設のために、金融債、政保債の気配公表から始めて、おそくも41年4月には取引所に上場して正規の公社債売買を開始すべきである。
経 済 同 友 会	<ul style="list-style-type: none"> ○国債市中消化の促進のため、政府、日銀は公社債市場開設のための対策を急ぐべきである。
経 団 連	<ul style="list-style-type: none"> ○個人消化を期待し得るよう公社債市場の育成に努める必要がある。

団体 / 項目	5. その他
証券界	<p>○オペ 今後のオペは国債中心とし、日銀指定の国債デューラを一通ずるオープンマーケットオペを実現すべきである。</p> <p>○税制 国債所得について減免税の措置が望ましい。</p> <p>○金融 引受面の資金手当として、コール取入の規制緩和及び国債担保金融について格別の配慮を要するとともに、流通金融としては、日銀指定の国債デューラは国債担保貸出又は売戻条件付国債買入れを日銀から認めてもらいたく、その他の国債デューラについては、証券金融会社を通ずる国債担保金融を認めてもらいたい。</p> <p>○元利金支払場所 国債保有者の便宜のために、証券会社が元利金支払場所として指定されることが適当である。</p>
証取審議会	<p>○国債発行に当っては、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必要がある。</p> <p>○国債発行を機会に、公社債市場を健全な姿にするためには、証券業界の責務は大きく、その機能を十分発揮できるよう、万全の体制を整える必要がある。</p> <p>○将来、日銀オペは証券市場を通じて行なうよう配慮すべきである。</p>
全銀協	<p>○税制 国債消化資金の源泉は貯蓄であるから貯蓄推進の税制措置を一段と推進する必要がある。</p> <p>○国庫金の市中預託 国債代り金を含めて国庫金の市中預託の問題につき格別の配慮を願いたい。</p> <p>○金融政策の弾力的運用 国債発行によって金融正常化が阻害されないよう日銀はオペ等の運用に当って十分配慮してもらいたい。</p>
金融制度調査会	<p>○財政、金融両政策の調和 財政が国債を抱くことによって、より金融と密接となるので、両者の調和のとれた運営が必要である。</p> <p>○民間資金との調整 民間資金需要との調整は事前に関係者間で意見調整し、公共部門と民間部門とのバランスのとれた成長を図ることを根本とする。</p> <p>○国債発行と金融調節 日銀の金融調節は、経済金融情勢、国債発行の規模や時期に応じて、弾力的且つ機動的に行なう必要がある。</p>

財政制度審議会	○公債発行の意義 租税収入の自然増に多くを期待できない反面、公共投資の必要性は高まっている。このままでは、税負担が重くなるし、又、公共投資にも制約を生ずる。他方、現在の見通しでは、民間資金需要が沈静化し市中消化の基盤が形成されている。従って、必ずしも均衡財政主義にとらわれずに、国債を公共投資の財源としてよいし、又、国債を発行して減税することにより、現在不十分である国民の蓄積を高めることができる。
総合政策研究会	○公債発行の目的は、社会資本の充実、減税の実施、景気対策の推進の三点にしばられる。 ○日銀オペは、真のオープン・マーケット・オペに発展するよう所要の措置を講ずるべきである。 ○公債即インフレという誤解をとくためにも、歯止めの制度又は装置を設定し、財政の弾力的運営に深く留意し、且つ、政府首脳の政治的姿勢を正すことが必要である。
経済同友会	○市中消化促進策、当面、国庫金市中預託、国債による支払準備制度、日銀オペ、日銀貸出の弾力化、などの市中の国債保有調節方策を講ずる要がある。
経 団 連	○官民協議機関の設置資金の総合需給を調整する場として、政府民間の代表者による協議機関を設ける要がある。

- (注) ①証券団体協議会調査室調べ。中間報告。
 ②証券界については、10月27日付「内国債の発行について」による。
 ③証取審議会については、11月11日付「国債発行に関する意見書」による。
 ④全銀協については、11月2日付「国債発行に関する意見」による。
 ⑤金融制度調査会については、11月8日付の答中による。
 ⑥財政制度審議会については、11月1日付「中間報告」による。
 ⑦総合政策研究会については、11月19日付「公債政策に関する提言」による。
 ⑧経済同友会については、10月27日付、「来年度予算に対する提言」による。
 ⑨経団連については、8月18日、10月27日に開かれた財政金融常任委員会の討議内容による。