

### 第3章 債券発行市場

1. 発行債券の種類 アメリカの債券には、連邦政府による財務省証券(国債)、政府機関と政府関連機関による政府機関債、州・地方政府による地方債、企業が発行する社債(事業債)、非居住者による外国証券(ヤンキー債)などがある。

第1に、財務省証券は市場性証券と非市場性証券とに分けられ、そのうち市場性証券には、満期1年未満で割引発行される財務省短期証券(T-bill)、満期1～10年の利付債である財務省中期債(T-note)、満期10年超の利付債である財務省長期債(T-bond)、1997年から発行されたインフレ連動債(Treasury inflation-indexed note)がある。また、非市場性証券は、地方公共団体向け債券、外国政府向け債券、政府機関向け債券、貯蓄債券に分けられる。

第2に、政府機関債は、政府機関および政府関連機関によって発行される債券であるが、これらの機関は、連邦住宅抵当公庫、連邦住宅貸付銀行、農業信用銀行などがあり、主として住宅建設、農業・貿易振興、高等教育援助などの資金を供給する機関である。発行される債券は、短期割引債と長期債であり、多くは政府ないし財務省の保証がつくため、信用度は高い。

第3に、州・地方債は、州政府および郡・市・公社などによって発行される。その銘柄数は100万を超えるほど膨大であるが、多くは数百万ドルから5,000万ドルの小口発行である。償還原資の観点からは、起債を行う地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行される一般財源保証債と、起債収入を利用した事業(事業体)から生じる利用料等の収入によって元利償還が行われる仕組みの特定財源債(レベニュー債)とに大別される。

第4に、社債は主として普通社債、転換社債、ワラント債に大別され、さらに社債担保証券(CBO)も発行されている。また、担保の有無によっては担保付社債と無担保社債に区別され、弁済順位によっては上位債と劣後債にも区別される。さらに、格付によっては投資適格債と低格付ないし無格付の高利回り債(ハイ・イールド債)とに区別されることもある。

最後に、ヤンキー債は、アメリカで発行されるドル建債券であり、公募発行と144A 私募発行に大別される。

## 債券の発行額 (単位：10億ドル)

種類	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6末
財務省証券	2,140.0	2,215.5	2,122.5	2,169.4	2,224.3	2,684.7	2,935.5	3,895.8	5,139.1	3,826.8	3,518.0	2,150.1
社債	1,424.8	1,480.8	1,515.9	1,550.0	1,677.3	1,378.4	1,417.4	2,274.9	1,961.3	1,369.8	1,444.7	1,061.0
地方債	335.4	339.1	405.1	451.9	449.0	346.8	426.4	485.2	483.4	390.8	385.1	241.4
政府機関債	652.9	558.7	645.5	927.9	731.3	653.6	989.3	1,251.3	692.9	845.9	1,336.7	593.7

(注) 財務省証券と地方債は長期債のみ。2024年は6月末時点。

(出所) SIFMA, Capital Markets Fact Book 2024.

## (単位：10億ドル)

## 地方債の発行額

種類	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6末
一般財源保証債	127.9	136.4	158.8	179.3	165.2	123.8	163.3	200.0	180.9	145.5	150.0	82.3
レベニュー債	207.5	202.8	246.3	272.7	283.8	223.0	263.1	285.3	302.5	245.2	235.0	159.2
(内、新規調達)	161.6	145.4	154.6	176.8	203.2	241.8	263.9	275.7	321.6	309.9	298.8	166.1
(内、借り換え)	173.9	193.7	250.5	275.1	245.8	105.0	162.5	209.5	161.8	80.8	86.3	75.3

(注) 2024年は6月末。

(出所) SIFMA, Capital Markets Fact Book 2024.

## (単位：10億ドル)

## 社債・転換社債の発行額

種類	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
普通社債 (総額)	1,383.7	1,442.5	1,494.6	1,525.5	1,647.8	1,334.7	1,416.6	2,272.7	1,958.0	1,359.4	1,441.9	1,562.8
(内、高利回り債)	332.2	315.8	260.7	236.5	283.4	171.9	279.8	424.6	486.9	112.3	183.6	249.7
(内、固定利付債)	1,222.0	1,294.1	1,381.0	1,410.4	1,372.4	1,078.3	1,261.7	2,065.0	1,682.3	1,058.8	1,202.2	1,326.6
転換社債	40.7	39.2	20.1	21.7	29.6	41.6	0.8	1.8	0.8	8.5	2.9	4.6

(注) 2024年は9月末。

(出所) SIFMA, Capital Markets Fact Book 2024等より作成。

**2. 国債入札方式（単一価格方式）** 従来、市場性財務省証券の多くは複数価格方式で入札され、利回りの低い順に落札され、入札した利回りで購入されていた。しかしながらこの方式の場合は、高い価格の入札者はより低い価格の入札者よりも落札の可能性は高くなるが、その反面高値で購入するリスクが生じていた。

ソロモン事件を契機に導入された、単一価格方式による国債の競争入札は、発行予定総額から非競争入札分を差し引いた額に対して、競争入札を行うわけであるが、その際の落札価格の決定に特徴がある。すなわち、複数価格方式でなされるように高い入札価格から落札されるのではないことは当然であるが、また入札後の平均入札価格をもって落札価格とするのでもなく、落札のストップ・レートをもって落札価格とするのである。つまり、入札価格の高いものから順次落札していくのであるが、落札価格はすべて均一に、最安値で落札された価格に決定されるのである。この方式の利点は、すべての落札者が同一の価格で購入できることであるが、他方、難点としては、入札者ができるだけ自らの落札を確実にするために高い入札価格で応札する傾向が生じる点が指摘されている。市場実勢より高い価格で応札しても、落札価格はストップ・レートで決まることから、入札全体が市場実勢より高くなり、落札価格発表後にマーケットを変動させる要因になるわけである。

この単一価格方式は、前述のように、ソロモン事件を契機として導入されたわけであるが、かならずしもそれに対する十分な対策ではなかったといわれている。したがって、ソロモン・ブラザーズ社の不正入札に対する直接的な対策は、次の3点である。まず、入札に際して、単一のプライマリー・ディーラーが、単一の入札価格で応札できる上限額を35%と決められたことである。次に、入札参加者全員に対して、当該入札債券のネットの買越し残高が20億ドルを越える場合には、財務省に事前報告しなければならないと決められたことである。また現在では、単一の入札において顧客が20億ドル以上の額面を落札した場合に、財務省へ確認書の提出を求められる。以上の措置によって、ソロモン事件でみられた、債券の供給制限や顧客名義の無断使用は回避されるものとされている。

## ソロモン事件

まず、ソロモン事件とは、1990年から91年にかけてソロモン・ブラザース社がアメリカ国債入札において不正を起こした事件であるが、その主たる内容は、顧客の名義の無断使用などの方法によって、入札上限である35%を大きく上回る落札を繰り返したというものである。例えば、90年12月の4年もの財務省証券では46%、91年2月の5年ものでは57%、同5月の2年ものでは44%を落札している。

もちろんこの事件では、落札上限額を上回る落札を行ったこと、顧客名義を無断で使用したことが不正であるが、このような大量落札を同社が繰り返した理由が注目された。そして、このような大量落札の目的は、コーナリング (cornering) にあるとされた。すなわち、コーナリングとは、当該証券を買い集めることによって、供給を制限し、価格のつり上げを行ったうえで、当該証券を売却して利益をあげることをいう。とくに、アメリカ国債市場ではトレーディングは直近に発行された銘柄に集中するので、トレーダーは直近銘柄を手当てせざるを得ず、直近銘柄のコーナリングは利益をあげやすいのである。

そして、この事件は国債入札方法について論議を呼び起こし、財務省、FRB、SECは92年1月共同報告書を発表した。この報告書では、入札方式の変更、需給逼迫時の追加発行、入札者に対する規制強化などを主な内容としているが、とくに入札方式については、従来の高い入札価格から順に割り当てていく方法では、大量に購入するには高い入札額で入札せざるを得ず、その結果入札は成功しても落札価格は高くなる、すなわち「勝者の災い」(winner's curse)が生じる。したがって、コーナリングを防止しつつ、また「勝者の災い」を除去するため、「単一価格方式」(single price system)が提案された。

これは通常ダッチ方式と呼ばれる方式で、まず入札によって価格を決定し、その価格で割当てていくものである。

他方、同じ時期FRBはプライマリー・ディーラー制度についての方針も明らかにした。すなわち、プライマリー・ディーラー制度そのものは維持しつつも、資格要件が不明確であるという、従来からの批判を受けて、その資本基準を明確にしつつ、「1%マーケット・シェア・ルール」(市場シェア1%を維持せねばならないというルール)を廃止し、プライマリー・ディーラー資格要件を充たす業者数の増加を図るとともに、その資格の剥奪を含む処分の条件を明らかにした。つまり、プライマリー・ディーラーが資本基準を充たさない、公開市場操作のためにマーケット・メイクをする責任を果たせない、FRBに対して有意義な市場情報を継続的に提供する責任を果たせない、財務省証券の入札に相当規模で参加する責任を果たせない、プライマリー・ディーラーがアメリカの法によって訴追ないし有罪判決を受けた、などである。

ところで、ソロモン・ブラザース社に対する処分は、92年5月に2億9000万ドルの罰金・賠償金の支払い、60日間の連銀との取引停止、などの内容を含むものであったが、入札方式については、結果的に単一価格方式の導入という形で92年9月に結着した。これは、1年の試験的導入として、2年ものおよび5年ものについて行われたものであるが、現在は全銘柄に拡大された。

**3. 引受と管理** もともと引受とは、募集の取扱を行うと同時に売残り分を引き取る残額引受（stand-by）であったが、アメリカの投資銀行の資力・信用力の高まりにつれて、最初から発行額の全額を買い取る、買取引受（straight underwriting）または総額引受（bought deal）が行われるようになった。この両者をあわせて確約引受（firm commitment underwriting）と呼んでいるが、通常、引受という場合は、販売に最善を尽くすが、売残り分の引き取りは行わない、取扱引受（best-efforts underwriting）もこれに加えている。1933年証券法における引受人の定義は、証券の分売を目的として発行者から証券を購入した者、同目的に関連して発行者のために売付申込みもしくは売付を行う者、これらの行為に直接もしくは間接に参加あるいは関与する者、となっている。

引受額が大きい場合、引受リスクを分散するため、引受シンジケートが組まれる。引受シンジケートは発行会社との間の引受契約と引受業者間の引受業者間契約とで構成されるが、発行額が大きい時などには引受幹事は複数となり、主幹事と共同幹事に分かれる。またシンジケートの中には、売捌きのみ協力するセリング・グループがある。買取引受の場合、発行会社に対して前払いされた社債の買取価格と投資家に売却する売出価格との差が粗引受スプレッドと呼ばれ、そこから幹事・引受・分売手数料が支払われる。

なお、1982年の規則415による一括登録制導入によって、シンジケート団を組成しないボート・ディール（総額引受）方式が盛んに行われている。

他方、アメリカにおける社債の管理業務は、大手銀行の信託部に集中が見られる。また、管理会社はトラスティと呼ばれる。

アメリカでは発行会社と管理会社は、1939年信託証書法上の信託証書による契約を結ぶ。この契約では、管理会社は信託証書により与えられた権限のもとで一定の注意義務に基づいて、社債権者全体の利益のために社債管理を行うことが定められている。つまり、管理会社は信託証書が法律を遵守しているかどうか、とくに管理会社の免責事項や管理会社に損失が発生した場合の保証に関する規定の記載、責任遂行の権限付与に関する規定の記載などをチェックする。しかし、管理会社は発行条件の決定などのビジネス・ネゴシエーションには関与しない。

## 2023年の投資適格債引受ランキング

ブックランナー	2023年順位	2022年順位	手数料(100万ドル)	市場シェア(%)	件数
BofA Securities Inc	1	2	132,525	10.8	449
JP Morgan	2	1	119,894	9.8	459
Citi	3	3	104,348	8.5	378
Morgan Stanley	4	5	97,477	7.9	266
Wells Fargo & Co	5	6	81,425	6.6	312
Goldman Sachs & Co	6	4	74,738	6.1	253
Barclays	7	7	64,868	5.3	226
HSBC Holdings PLC	8	8	47,619	3.9	119
Mizuho Financial Group	9	14	46,440	3.8	220
BNP Paribas SA	10	13	38,608	3.1	167
RBC Capital Markets	11	11	38,533	3.1	188
Deutsche Bank	12	12	36,012	2.9	120
Mitsubishi UFJ Financial Group	13	10	34,226	2.8	182
UBS	14	9	31,949	2.6	70
Sumitomo Mitsui Finl Grp Inc	15	17	28,275	2.3	152
TD Securities Inc	16	15	26,861	2.2	147
US Bancorp	17	16	23,441	1.9	149
Scotiabank	18	20	20,242	1.7	125
PNC Financial Services Group	19	18	18,652	1.5	110
Credit Agricole CIB	20	22	17,271	1.4	88
Industry Total			1,229,858		

〔出所〕 LESG Data & Analytics 「Global Debt Capital Markets」 (Full Year 2023)。

## トラスティの業務一覧

## 1. 受託業務

- ①債券保有者の代表
- ②債務不履行または担保差押えの場合の債券保有者の代理人
- ③減債基金の保管・管理

## 2. 代理業務

- ①募集代理人 (Subscription agent)
- ②名義書換代理人 (Transfer agent)
- ③登録機関 (Registrar)
- ④財務代理人 (Fiscal agent または Financial agent)
  - a. 配当金・債券元利金支払代理人 (Paying agent)
  - b. 引受シンジケートの現金・証券管理人 (Depositary)
- ⑤停止条件付証書管理人 (Escrow agent)
- ⑥引換代理人 (Exchange agent)

**4. 財務省証券** 市場性証券の売出は、入札方式（ダッチ方式）によって行われるが、入札には機関投資家対象の競争入札方式と小口投資家対象の非競争入札方式がある。財務省はあらかじめ非競争入札者に割当をした上で、その残余分を競争入札者に入札させ、入札利回りの低いものから落札していく。そして、この入札によって利回りが決められ、非競争入札者はこの価格で購入することになっていた。しかし、1991年に発覚したソロモン・ブラザース社の不正入札事件を契機として、92年9月から単一価格方式が期間2年および5年の財務省証券について試験的に導入され、現在全銘柄に拡大されている。また入札については、ディーラーを介するのが通常であり、ディーラーを介さず入札に参加するのはディーラー資格を得るための実績作りなど特別な場合がほとんどである。そして、入札の受付は、財務省と12の連邦準備銀行で行われるが、大口の落札を行うプライマリー・ディーラー（2024年10月時点で24社）と取引のあるニューヨーク連銀に入札は集中している。

T-bill（短期債）は、4週、8週、13週、17週、26週、52週が定期的に入札されている。T-billの入札は52週が4週に1度、その他の短期債は毎週入札が実施される。T-note（中期債）は2年債、3年債、5年債、7年債、10年債があり、この内2年債、3年債、5年債、7年債は毎月入札が行われ、10年債の入札は4半期（2月、5月、8月、11月）ごとに実施される。T-bond（長期債）に該当するのは20年債と30年債であり、20年債は2020年5月に34年ぶりに再発行された（1986年以来）。T-bondは10年債と同様に4半期ごとの入札を経て発行される。これら入札にあたり、競争入札方式では募集金額の35%、非競争入札方式では1,000万ドルが購入の上限となる。2024年8月の入札では、10年債が総額420億ドル落札されており、この内競争入札方式で落札されたのは419億ドル（プライマリー・ディーラーが75億ドル）、30年債は総額250億ドル落札され、この内競争入札方式では249億ドル（プライマリー・ディーラーが48億ドル）が落札されている。

この他、財務省は短期の資金繰りのニーズに応じて、キャッシュ・マネジメント・ビル（CMB）を適宜発行している。CMBの償還期間は、数日から6ヶ月に設定されている。

財務省証券の主体別推定保有額

(単位：10億ドル)

	公的 負債総額	FRB・政府 機関保有	民間 総保有額	預金 取扱機関	貯蓄国債	年金ファンド	
						民間	州・地方政府
2014	18,141.4	7,578.9	10,562.6	516.8	175.9	507.1	199.2
2015	18,922.2	7,711.2	11,211.0	547.4	171.6	504.7	174.5
2016	19,976.9	8,005.6	11,971.3	663.1	165.8	538.0	218.8
2017	20,492.7	8,132.1	12,360.6	636.7	160.4	432.1	289.4
2018	21,974.1	8,095.0	13,879.1	769.7	155.7	637.3	367.9
2019	23,201.4	8,359.9	14,841.5	935.1	151.3	705.3	333.4
2020	27,747.8	10,809.2	16,938.6	1,265.2	147.1	770.6	354.4
2021	29,617.2	12,125.9	17,491.3	1,734.0	146.2	809.6	414.2
2022	31,419.9	12,401.4	19,018.5	1,713.6	173.5	814.0	327.2
2023	34,001.5	11,848.1	22,153.4	1,652.9	171.9	613.7	420.7
2024.3末	34,592.4	11,689.3	22,903.1	1,738.0	166.8	612.0	430.9

(注1) 預金取扱機関は、米国内の外国銀行支店、米国提携地域の銀行、信用組合、銀行持株会社を含む。

(注2) 年金ファンドの民間は連邦職員退職金制度節約貯蓄プラン「Gファンド」が保有する財務省証券を含む。

(注3) 年金ファンドの州・地方政府はMMF、ミューチュアル・ファンド、クローズドエンド型投資会社を含む。

	保険会社	ミューチュアル・ ファンド	州・地方政府	外国機関	その他
2014	310.5	1,121.8	654.5	6,157.7	919.0
2015	310.1	1,318.3	680.9	6,146.2	1,357.1
2016	334.2	1,705.4	717.3	6,006.3	1,622.4
2017	377.9	1,850.8	735.0	6,211.3	1,667.1
2018	360.5	2,094.9	713.2	6,270.1	2,509.9
2019	374.8	2,412.8	793.1	6,844.2	2,291.5
2020	404.1	3,784.6	1,111.9	7,070.7	2,030.0
2021	425.0	3,411.7	1,440.7	7,740.4	1,369.6
2022	396.0	2,416.2	1,563.3	7,290.1	4,324.7
2023	477.2	3,659.3	1,680.3	7,940.8	5,536.6
2024.3末	469.9	3,953.5	1,663.5	N/A	N/A

(注4) ミューチュアル・ファンドは個人、政府支援企業、ブローカーおよびディーラー、銀行個人信託および遺産、法人および非法人事業、ならびにその他の投資家を含む。

(注5) 2024年6月末の数字は、公的負債総額が34,831.9、FRB・政府機関保有が11,672.4、民間総保有額が23,159.5、貯蓄国債が163.9。

[出所] U.S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, September, 2024. <https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/treasury-bulletin/current.html>

財務省証券・エージェンシー債の主体別保有額

(単位：100万ドル)

	財務省証券				エージェンシー債 民間保有	総発行額
	政府機関保有	FRB保有	民間保有	(内、市場性証券)		
2019	5,893,424	2,436,438	14,389,540	13,910,902	21,455	22,740,857
2020	5,907,764	4,872,973	16,164,654	15,501,967	20,151	26,965,542
2021	6,123,040	5,911,599	16,394,280	15,967,103	19,502	28,448,421
2022	6,608,706	6,097,085	18,223,121	17,597,039	19,353	30,948,265
2023	6,817,835	5,352,361	20,997,138	20,401,322	19,568	33,186,902
2024.6末	7,197,526	4,813,840	22,820,268	22,236,154	20,220	34,851,854

(注) エージェンシー債はすべて民間の投資家が保有。

[出所] U.S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, September, 2024.

5. **インフレ連動債** インフレ連動債（物価連動債）は1997年から発行されており、その特徴はインフレによる資産価値の減少をヘッジできる点である。現在発行されているインフレ連動債の主なスキームは、①10年満期（他に5年満期、30年満期、変動利付債としては2年満期）、②表面利率は発行時の入札で決定され、インフレ率によって修正された元本金額に対して支払われる、③元本は当初元本金額にインデックス比率を乗じたものとなり、インデックス比率はその時々々のレファレンス CPI（消費者物価指数）を発行時のレファレンス CPI で除して計算される、ただし、満期時の元本が発行額面より小さくなることはない、④レファレンス CPI は3ヶ月前の CPI-U ベースの消費者物価指数、⑤入札は利率で入札する単一価格方式、⑥ストリップ可能、などである（右表参照）。

またインフレ連動債が導入された背景として、次の点が指摘される。

第1に、債券のインフレ・プレミアムを減少させる効果が期待された点である。つまり、インフレ傾向にあるとき、新発債の利回りは期待インフレ率を織り込んだものとなるが、インフレ連動債の場合は市場のインフレ率の変動に応じて想定元本が上昇するため、投資家はインフレ・リスクを回避できる。例えば、イギリスでは、この種のインフレ連動債が年金基金や保険会社の長期ポートフォリオをインフレ・リスクから保護する役割を果たしていると考えられていた。したがって、発行体である連邦政府は、投資家から要求されていたインフレ・プレミアムの上乗せされていない水準の利回りで資金調達ができ、国債費の軽減につながる事が期待された。

第2に、アメリカ国債の国内消化を拡充するねらいがあった。2023年末時点で民間保有のアメリカ国債のうち外国機関による保有比率は34.7%に達している。国債への海外資金の流出入は国内金利を不安定化させ、特に資金の流出が国内の金利上昇を引き起こす要因となることも懸念されている。この事態に対処するため、401(k) プラン参加者などの資金をアメリカ国債に流入させ、国内消化を拡大することが試みられてきた。

インフレ連動債は、当初は244億ドルの発行だったが、その後発行額は増加傾向をたどり、2023年には2兆ドルを上回っている。

## アメリカ財務省のインフレ連動債発行

発行月：5年債は4・10月，10年債は1・4・7・10月，20年債は1・7月に発行  
満期：5年，10年，20年

表面利率：発行時の入札で決定された表面利率。インフレ率によって調整された後の元本金額に対して支払われる。

元本：証券の元本価値は，いかなる期日においても当初元本金額にインデックス比率を乗じたものとなる。インデックス比率はその時々々のレファレンスCPIを発行時のレファレンスCPIで除して計算される。満期時の元本が発行額面より小さくなることはない。

レファレンスCPI：レファレンスCPIとは3カ月前のCPI-Uベースの消費者物価指数である。月中の取引については，レファレンスCPIは一次補完法により算出される。

たとえば，97年1月15日に発行された証券のレファレンスCPIには96年10月15日のCPI-Uが使用される。CPIは月次ベースで発表されるため，10月15日のCPIは10月と11月のCPIを補完法によって計算することで求められる。また，流通市場の取引では97年6月15日時点の額面1,000ドルに対する実際の元本金額は，97年3月15日のCPI-Uを96年10月15日のCPI-Uで除したインデックス比率を額面1,000ドルに乗じたものとなる。

入札方法：通常の固定利付債の入札と同じく，利率でビッドする単一価格方式にて行われる。

ストリップ：本債券はストリップ可能である。通常の固定利付債とは異なり，別の国債からストリップされたクーポン部分をインフレ連動債ストリップに組成することは出来ない。

税制上の扱い：税制上，利息と元本の調整分は今期の所得とみなされる。ストリップされた部分は所得が償還日まで定額法により増額してゆく方法（OID）で扱われる。

(注) CPI-Uは，季節調整前の都市部消費者物価指数。

[出所] モルガン・スタンレー社の資料およびTreasury Direct, [http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/tips/res\\_tips.htm](http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/tips/res_tips.htm)により作成。

**6. 政府機関債** 政府機関債は、全額政府出資の連邦政府機関発行のものと、民間資本を導入している連邦政府関連機関発行のものがある。まず、連邦政府機関には、国防省をはじめ、輸出入銀行、連邦住宅局、政府抵当金庫、郵便公社、TVA、合衆国鉄道事業団などがあるが、これらは一部を除いて連邦政府予算に計上される、オン・バジヨット機関である。これらの政府機関債はSECの規制が免除され、TVAなどの例外はあるものの合衆国連邦政府によって完全に保証されている。また、政府関連機関には、連邦住宅貸付銀行、連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）、連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）、農業信用銀行、学生奨学資金金庫などがあり、これらは連邦予算に計上されないオフ・バジヨット機関である。これらは、農業信用金融援助公社を除いて、政府保証はない。なお、サブプライム問題によって、2008年9月、住宅公社2社は公的管理に置かれた。これらは住宅関連のモーゲージ・ローンの保証・買取業務を通じて、アメリカでの証券化推進の一翼を担っていた。政府機関である連邦住宅局は、モーゲージ・ローンの保証・保険業務を行い、政府抵当金庫は主としてモーゲージ担保証券の保証業務を行なっている。また、公的管理下に置かれた政府関連機関の住宅公社2社は、モーゲージ・ローンの買取業務およびモーゲージ担保証券の保証業務を行なっており、保有証券の価値が毀損したことが経営悪化の要因であった。また、連邦金融銀行は、他の政府機関の発行・販売・保証した債務を売買するため、1974年から業務を開始している。

政府機関債の発行方法は、発行体が財務代行機関と契約し、これが発行機関の承認のもとに、発行条件を決定したうえで、証券ディーラーや商業銀行からなる販売グループを通じて債券を売り捌くという形で主として発行される。その際、販売グループのメンバーは、一定の割当額を販売し、証券分売手数料を受け取る。また、発行機関によっては、引受シンジケートを利用して発行する場合もある。証券ディーラーが、シンジケートを組成し、発行機関から全発行額を買い取り、引受リスクを負担する。最近の政府機関債の大半は長短のコール・オプション付あるいは変動利付で発行されている。例えばFHLBの貸付は変動金利であり、コーラブル債の発行による調達資金を変動金利にスワップし、資金調達コストの目標を達成しているといわれる。

連邦住宅貸付銀行 (FHLB) の社債発行 (単位：100万ドル)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
固定金利満期-償還	148,773.3	149,112.9	142,469.0	167,858.7	179,164.0	139,842.0	121,968.1	53,356.5	52,856.3	111,736.5	111,670.6	177,568.0	73,114.5	92,568.1	43,196,890.0
変動利付	82,068.5	30,358.0	65,210.0	64,571.0	54,425.0	89,012.0	332,379.5	392,984.1	387,373.2	395,592.0	340,021.6	68,016.5	390,520.2	700,904.4	507,747,000.0
固定利付コーラブル	226,843.0	175,457.5	163,227.5	84,698.0	86,006.7	55,136.4	53,947.5	30,323.3	26,476.8	105,193.5	52,865.5	157,711.5	100,496.1	255,563.3	151,437,720.0
ステップアップ・ステップダウン	69,548.0	50,108.5	46,622.5	23,588.6	26,558.0	17,868.0	14,360.5	5,703.0	10,103.8	1,154.0	620.0	26,499.9	23,676.1	716.6	30.0
発行総額	532,905.0	408,949.7	418,075.1	341,243.3	348,506.8	304,333.4	524,060.6	482,559.9	476,915.1	613,726.0	505,177.7	429,795.9	587,807.0	1,049,752.3	702,411,610.0

(注) ステップアップ (ダウン) 債は、発行時点から償還までの利回り (クーポンレート) が徐々に上昇 (下降) する債券。

〔出所〕 FHLB, Debt Issuance Statistics.[http://www.fhfb-of.com/ofweb\\_userWeb/pageBuilder/pageBuilder/debt-statistics-61](http://www.fhfb-of.com/ofweb_userWeb/pageBuilder/pageBuilder/debt-statistics-61)

政府関係機関債発行のフローチャート



〔出所〕 東京銀行「欧米諸国における政府機関債の発行」, 1988年3月。

**7. 地方債** 地方債には、州政府が発行する州債（state bonds）と、市町村などの地方政府が発行する地方政府債（municipal bonds）があるが、地方政府の行政機能を補完する目的で設置されている特別区や公共機関も債券を発行している。州、郡、市、特別区、学区のほか、起債権限を付与された公社なども地方債を発行している。地方債の特徴は、原則として利子所得が連邦所得税の課税対象とはならない上、州・地方政府の免税措置を受けている場合も多く、免税債とも呼ばれている。この免税措置と合わせてデフォルト率が0.1%程度と社債などと比較して非常に低いこともあり、地方債の約3分の2は個人（家計およびミューチュアル・ファンド）が保有し、満期まで保有される場合が多い。また、損害保険会社や商業銀行の投資対象ともなっている。発行体にとっても低利回り発行が可能であり、公害防止債券なども発行されてきた。地方債の最低券面単位は5,000ドルから500万ドルと幅広く、満期も1ヶ月から40年までと多岐に分かれている。近年、医療・教育など、地方の財政支出拡大もあり、発行額は増加傾向にある。

地方債は、一般財源保証債（general obligation bonds）と特定財源債（revenue bonds：レベニュー債）とに分かれ、一般財源保証債は、償還財源として税収が充当され、発行体はその元利払いの責任を負っている。他方、レベニュー債は、債券発行による調達資金で、何らかのプロジェクトないし事業を起こし、それらの運営収入によって元利払いを行うものである。これらの事業としては、先の公害防止のほか、空港、港湾、有料道路、大学、病院、スポーツセンター、会議場、下水設備、産業開発、資源開発、学生ローンなど種々多様である。また、一般財源保証債とレベニュー債の性格を合わせもつものも発行されている。

地方債の発行は、競争入札によるものと協議引受によるものがあり、どちらを利用するかは、州法などによるところが大きい。一般的に、レベニュー債はそのプロジェクトないし事業の収益の確定が困難なため協議引受が適しているといわれ、現在ほとんどのレベニュー債は協議引受によって発行されている。また、レベニュー債の発行に際して、その募集のための引受業者を選定する力のある政治家は、自らが選定した引受業者に対して積極的に政治資金を求めることもあるといわれている。

## 競争入札と協議引受

競争入札とは、各証券会社が当該債券の引受をめぐって競争するわけだが、地方債の場合、発行体は一般に「ブルーリスト」のような地方債関係の出版物に入札勧誘の広告を出すことによって、あるいはまた過去に当該発行体に関心を持っていた引受業者に直接話を持ちかけることによって、引受業者の入札を勧誘する。そして、発行体はこれらの引受業者に対して、資金使途や希望する資金総額、償還期間および金利などといった追加的な情報を提供する。これらの情報を得て、引受業者は入札を準備し、発行体にそれを提示する。入札は発行体にとっての「平均資金調達コスト」の形で提示され、最も「純資金調達コスト」が低くなる入札に落札される。落札した引受業者は当該債券を購入し、採算を考慮して投資家に売り捌く。しかし、大規模の発行の際や州政府、大都市などの高い信頼度のある発行体の場合、引受業者間の競争は激しくなり、しばしば、引受業者は落札せんがために、過度に積極的な入札を行い、その結果採算割れでしか投資家に分売できなくなるケースもみられる。また逆に、発行体の提示する条件が受け入れがたく、入札がない場合もある。その際は、発行体は条件を変更するか、募集を中止することになる。他方、協議引受は競争入札に代わって、発行体が直接引受業者と協議するものである。つまり、発行体の選任した業者と発行体との間の交渉で発行条件が決定される。したがって、発行体にとっては発行計画を立てやすい方法であるが、競争入札と異なり、つねに発行体の資金調達コストを最小にするとは限らない。

## 地方債（長期債）の発行額

(単位：10億ドル)

	総計	債券の種類		入札方式			資本の種類	
		一般財源保証債	レバレッジ債	競争入札	協議引受	私募	新規発行	借換発行
2013	335.4	127.9	207.5	69.4	243.4	22.7	161.6	173.9
2014	339.1	136.4	202.8	71.8	242.8	24.5	145.4	193.7
2015	405.1	158.8	246.3	87.3	290.1	27.8	154.6	250.5
2016	451.9	179.3	272.7	98.7	325.2	28.1	176.8	275.1
2017	449.0	165.2	283.8	98.2	310.2	40.6	203.2	245.8
2018	346.8	123.8	223.0	84.6	238.4	23.9	241.8	105.0
2019	426.4	163.3	263.1	99.2	307.6	19.6	263.9	162.5
2020	485.2	200.0	285.3	93.0	358.3	33.9	275.7	209.5
2021	483.4	180.9	302.5	99.6	357.5	26.3	321.6	161.8
2022	390.8	145.5	245.2	78.5	281.4	30.9	309.9	80.8
2023	385.1	150.0	235.0	71.7	291.7	21.6	298.8	86.3
2024.9末	381.2	129.7	251.5	65.6	306.3	9.3	257.9	123.3

〔出所〕 SIFMA のデータを基に作成。

[https://www.sifma.org/resources/archive/research/?aq=&hPP=10&idx=prod\\_wp\\_searchable\\_posts&ap=0&dFR%5Btaxonomies.research\\_type%5D%5B0%5D=Statistics&fR%5Bpost\\_type\\_label%5D%5B0%5D=Research&is\\_v=1](https://www.sifma.org/resources/archive/research/?aq=&hPP=10&idx=prod_wp_searchable_posts&ap=0&dFR%5Btaxonomies.research_type%5D%5B0%5D=Statistics&fR%5Bpost_type_label%5D%5B0%5D=Research&is_v=1)

**8. 社債** 社債の発行市場は、①その発行が原則的に自由であったこと（ただし、商業銀行や公益事業などは除く）、②信用リスクを客観的に表示する格付会社が早くから定着し、格付に基づく条件設定がなされたこと、③アメリカでは銀行の格付は必ずしも事業会社よりも高くないため、銀行にとって高格付を得た会社への融資は利ざやを確保しにくいこと、④機関投資家の投資行動が長期債保有に適合していたこと、を理由に早くから発達し、多種多様な社債が発行されてきた。普通社債、転換社債、ワラント社債のほか、強制転換社債、インデックス債、利益参加社債、永久債、銘柄統合債、ゼロ・クーポン債、さらにメディアム・ターム・ノート（MTN）などがあり、普通社債でも1970年代後半以降は、高利回り債の市場が拡大している。さらに、1980年代半ば以降はモーゲージ証券を中心とする資産担保証券など、証券化関連商品も急増した。また、社債の満期についても、5～15年の中期物を中心に、短期の商業・ペーパーから25～30年の長期物まで期間設定は様々である。世界銀行によれば、アメリカの社債の平均期間は2021年で32.4年であり、長期化する傾向がみられる。発行方法も規則415による一括登録制導入により機動性が高まり、公募および私募のMTNプログラムはより効率的になった。

発行会社は、引受業者との協議の上で、社債の発行総額や発行条件の決定を行う。その際、引受人となる証券業者は、発行会社の発行開示内容についても責任を有し、デュー・デリジェンスを厳格に行う必要がある。管理会社は、信託証券法に基づいて発行会社と管理契約を締結し、社債の元利払いに関して種々の義務と責任を負う。ただし、発行条件等の決定に際して管理会社（銀行）は関与せず、両者の協議のみで決定されるといわれている。SECは、公募発行の場合、登録届出書の提出を確認するが、審査は抽出審査であり、すべての案件が審査されるとは限らない。格付会社による格付は、必ず取得されるとは限らないが、公募発行では格付を取得して発行するのが一般的である。また、規制等によって投資適格債（BBB以上）にしか投資できない場合もあり、格付は重要な投資指標である。投資家は、生命保険会社が圧倒的であり、私的年金、公的年金、ミューチュアル・ファンド、銀行等がこれに続いている。

確定利付債 (Fixed Income Security : 社債, 転換社債, MBS, ABS) の発行額 (単位: 10億ドル)

	社債		Asset-Backed Security						Mortgage-Backed Security				
	固定利付債	変動利付債	転換社債	自動車ローン	CD0/CLO	クレジットカード	機材ローン等	その他	学生向け	モーゲージ債		ノンモーゲージ債	
										MBS	CMO	CMBS	RMBS
2013	1,222.0	161.7	40.7	88.1	95.0	36.9	19.4	42.0	22.7	1,624.3	357.7	88.0	50.2
2014	1,294.1	148.4	39.2	99.1	140.1	51.4	20.3	66.9	15.7	989.0	276.2	100.6	73.9
2015	1,381.0	113.6	20.1	98.4	116.7	25.0	17.7	61.4	14.2	1,330.8	270.6	101.8	97.4
2016	1,410.4	115.2	21.7	92.0	119.7	27.2	14.9	55.1	16.4	1,559.6	320.6	78.4	85.5
2017	1,372.4	275.4	29.6	101.2	294.3	43.3	24.4	71.0	16.0	1,465.4	314.0	97.7	126.3
2018	1,078.3	256.4	41.6	107.3	280.7	31.3	26.2	52.5	18.9	1,332.8	270.1	88.7	181.4
2019	1,261.7	154.8	0.8	123.5	169.9	18.7	33.0	71.7	17.8	1,581.1	291.3	107.0	139.6
2020	2,065.0	207.8	1.8	108.4	103.1	3.1	22.2	48.6	18.9	3,559.6	465.2	58.9	187.3
2021	1,682.3	275.6	0.8	142.2	262.5	14.1	35.9	94.2	33.0	3,717.7	457.8	137.2	271.7
2022	1,058.8	300.6	8.5	107.8	64.1	29.6	24.2	71.2	5.8	1,820.0	271.4	36.6	18.1
2023	1,202.2	239.6	2.9	144.0	28.6	20.3	22.8	51.3	3.5	1,087.3	191.4	21.6	11.6
2024.9末	1,326.6	236.2	4.6	130.0	52.7	15.0	30.2	65.3	8.1	852.0	212.9	35.3	17.9

(注) ABS (資産担保証券) および MBS (モーゲージ担保証券) は第9章「証券化商品市場」を参照。

[出所] SIFMA のデータを基に作成。

SIFMA の Corporate Bonds, MBS (単位の100万ドルを10億ドルに修正), ABS をミックスして作成。

[https://www.sifma.org/resources/archive/research/?aq=&hpp=10&idx=prod\\_wp\\_searchable\\_posts&ap=0&dFR%5Btaxonomies.research\\_type%5D%5B0%5D=Statistics&fr%5Bpost\\_type\\_label%5D%5B0%5D=Research&is\\_v=1](https://www.sifma.org/resources/archive/research/?aq=&hpp=10&idx=prod_wp_searchable_posts&ap=0&dFR%5Btaxonomies.research_type%5D%5B0%5D=Statistics&fr%5Bpost_type_label%5D%5B0%5D=Research&is_v=1)

9. 高利回り債（ハイ・イールド債） 1980年代の高利回り債（当時はジャンク債と呼ばれていた）市場は、公募社債市場におけるシェアも4～6%であったが、1983年から急成長し、80年代後半では公募市場の20%以上を占めるようになった。これには、M&A 関連の新規発行が相当含まれていたと見られ、そのうちには敵対的な買収やLBOのための資金調達も含まれており、高利回り債はその観点から注目された。そして、市場をリードしていたドレクセル社が同社のマイケル・ミルケンらの一連のインサイダー取引事件によって倒産（1990年）したことを契機に、高利回り債市場は急速に収縮するが、1992年から回復しはじめ、その後発行額は拡大した。近年の高利回り債市場は、かつての買収資金市場という側面を払拭し、信用力の低い発行体の資金調達市場として定着したが、サブプライム問題発生以降、発行は急減している。

高利回り債を発行する要因は資金の柔軟性にあるといわれている。すなわち、高利回り債の発行体は銀行借入よりも高い金利を負担しているが、高利回り債は銀行債務に比べて各種の契約条項の点で制約が弱く、それが高利回り債を選好させているといわれる。また、引受証券会社については、かつてはドレクセル社が引受ランキング首位で、30%以上のシェアを有していたが、近年は引受競争が激化しているため、首位の交代も頻繁になっている。また、90年代半ばの高利回り債の手数料は、平均2%程度であり、投資適格債の約0.4%を大きく上回るものとなっていた。これは高い専門性によるものであり、手数料率も安定的だといわれていたが、高利回り債の引受到商業銀行などの参入が相次いだため、手数料も低下した。

さらに、投資家については、かつて1980年代では保険会社、投資信託・投資顧問、年金基金、外国投資家、貯蓄貸付組合などであったが、その後貯蓄貸付組合は保有することができなくなり、かわって投資信託、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが拡大した。これらの投資信託は個人資金を背景としている。ただし、高利回り債の流通価格は株価に影響されやすいため、これら投資信託への資金流入も株価に影響されやすいといわれる。

なお、サブプライム問題発生以降の金融危機の下で、高利回り債の発行は急減し、その利回りも急上昇したが、近年急拡大している。

## 投資適格債および高利回り債（ハイ・イールド債）の発行

(単位：10億ドル)

年	投資適格債発行		高利回り債発行		合計
	発行額	%	発行額	%	
2013	1,051.5	76.0	332.2	24.0	1,383.7
2014	1,126.8	78.1	315.8	21.9	1,442.5
2015	1,233.9	82.6	260.7	17.4	1,494.6
2016	1,289.0	84.5	236.5	15.5	1,525.5
2017	1,364.3	82.8	283.4	17.2	1,647.8
2018	1,162.8	87.1	171.9	12.9	1,334.7
2019	1,136.8	80.3	279.8	19.7	1,416.6
2020	1,848.1	81.3	424.6	18.7	2,272.7
2021	1,471.0	75.1	486.9	24.9	1,958.0
2022	1,247.1	91.7	112.3	8.3	1,359.4
2023	1,258.2	87.3	183.6	12.7	1,441.9
2024.9末	1,313.1	84.0	249.7	16.0	1,562.8

〔出所〕 SIFMA のデータを基に作成。

<https://www.sifma.org/resources/research/us-corporate-bond-issuance/>

## 2023年の高利回り債引受ランキング

ブックランナー	2023年 順位	2022年 順位	手数料 (100万ドル)	市場シェア (%)	件数
JP Morgan	1	1	14,884	16.2	137
BofA Securities Inc	2	3	12,523	15.2	126
Goldman Sachs & Co	3	5	12,299	9.6	116
Citi	4	4	10,057	9.3	110
Wells Fargo & Co	5	7	9,337	9.0	100
Morgan Stanley	6	2	8,019	7.4	81
Deutsche Bank	7	9	7,098	7.1	61
Barclays	8	6	6,989	6.5	84
RBC Capital Markets	9	10	6,879	3.8	79
Truist Financial Corp	10	13	4,309	3.0	70
上位10社			92,394	87.1	
Industry Total			169,343		

〔出所〕 LESG Data &amp; Analytics 「Global Debt Capital Markets」 (Full Year 2023)。