

戦前戦後の国債市場政策と現在の課題

小林 和子

要 旨

発行者の側に立った国債発行管理の考え方は、明確に意識されなかったとしてもいつの時代にもあったであろう。明治初期に維新政府が海外市場発行を中断したのも発行管理政策といえることができる。しかし、国債発行はそもそも市場がなくとも可能であり、市場に対して積極的な発行の意志表示を行う段階に至っても、市場仲介者、保有者、市場機能の発揮そのものを考慮せずに発行することも可能である。それは国債の証券性に係る特性で、国債発行者の特性から発するといえる。実際に、近代日本の国債発行の歴史130年余において、前半期には公募発行の例は少なく、流通市場も弱小であった。後半期の、直近30年においてのみ公募発行市場も大規模流通市場も存在する。発行者の資金調達希望に強く傾斜した国債政策の典型例が日本市場において現出したともいえる。戦前戦後の国債市場政策を跡付けて、現在の課題を解く基礎としたい。

目 次

- | | |
|-------------------|--------------|
| I. 国債の証券性と市場政策 | IV. 第2次世界大戦後 |
| II. 時期区分と統計 | V. 現在の課題 |
| III. 第2次世界大戦前・戦時期 | 参考文献 |

I. 国債の証券性と市場政策

1. 国債の証券性

国債は有価証券であるが、その性格は株式とはかなり異なる。債券と株式に共通する証券性は市場型金融商品として価格変動性があるとこ

ろに求められるが、しかしその市場性において債券と株式は大きく異なる。債券の中核として、発行高、現存高、そして信用力の認知度において特別に大きい国債にあってもなお、発行と流通には大きな懸隔がある。国債の内部でも、非常に流通性の高い銘柄とそれ以外のものとは市場型金融商品として別のものだと考えたほうが良いとも思われる。こう考えたとして

も、流動性の高い商品と低い商品の関連が絶たれるわけではなく、後者は流動性よりも安定資産性が優先する商品に化したと解釈される。国債問題は財政（発行者）、金融（大保有者、仲介者）、証券市場（引受機構、販売、流通、一般保有者）の3面をカバーし、歴史的には証券性の確保よりも財政、金融の要求が優先してきた。最初に、国債の持つこの特殊な証券性を、発行、流通の両面から確認しておきたい。

1) 国債の発行 株式の発行にも会社設立時の基盤となる資金の提供及び設立後の長期資金調達目的の他に、長期債務の株式化や統合合併による新規株式発行などの特殊例があるが、国債では支払い延期目的の交付公債の形式が早くから確立されている¹⁾。政府にとって債務支払いの必要はあるが資金が無いとき、債権者に証券を交付し、期間中利子を支払い、満期時に元本を支払う形式のもので、国債以外の債券には存在しない。すなわち発行者たる政府の信用力があってこそ可能な発行方式であった。あるいは、信用力が十分でないときであっても、他の選択肢がないときに、債権者が受入れざるを得なかったものであった。明治政府の内国債は当初この形式のものが多かった。交付発行は交付対象者が限定されており、満期保有が予想されたとすれば、「発行」があっても「市場」は不要であった。現実には、明治初期の交付発行開始時点では、株式についても債券についても既存の「市場」も市場関係者も存在しなかった。政府の強制力と発行対象の層が明確であれば相対で証券の発行は可能だったのである。

やがて各種の長期資金調達目的の国債発行が定着するが、この場合でも必要な資金調達が確保されさえすれば、必ずしも「市場」からの調達が必要としない。形式的には「市場」調達で

あっても、大引受者が即大保有者になるような場合には、プロフェッショナルな仲介者による発行市場機能も必要としない。市場仲介者による発行時の判断の中心になるのは、最初に市場利用の意志を表明する発行者が希望する資金調達額とコストを、保有者側の希望と折り合わせることである。発行者が中央政府である場合にはその希望が通らなければ発行せず、あるいは金融統制下では希望通りの条件を作り出すことができるのであれば、市場は決定的に弱い立場にあった。極言すれば権力的な金融ルートに証券としての形式を与え、それにより巨額の長期資金調達を機動的に行うようにしただけである。

2) 国債の流通

債券は原則として有期債務を証券化したものであるが、例外的には永久債もある。現在ではイギリスの永久国債、欧州の永久社債、日本においても永久社債が銀行債の形であるなど、必ずしも例外的とはいえず、債券の1種類として定着した。償還のない（あるいは発行時点で償還日を定めない）永久債には当然のことながら常に機能する流通市場が必要だと思われる²⁾。しかし、有期債が満期保有される場合のみを考えれば流通市場は不要である。満期保有であっても、満期までの期間に何らかの形で保有者が流動化、資金化を望んだ場合、それを叶える方法が国債にはある。流通市場における売買に代わるものとして、古くから金融機関借入れの担保としての使用が大きく、中央銀行のオペレーション対象にもなる。その他にもリパーチェス・アグリーメント形式の売買、債券貸借取引などの金融取引が国債には可能である。また、狭義の流通市場利用を望む保有者も、保有証券の発行後時間が経つにつれ、発行者の破綻可能性を考えない（すなわちリスクの漸減する）満

期保有に強く固着するようになる。債券の流動化要求は一樣に非常に高いとはいえない。

さらに国債の発行者政府がコントロール可能な相手方、金融機関、機関投資家、その他の組織、あるいは個人も含めて、発行者は保有者の「市場流通」の要求を封じ込めることもできる。中央政府、いや「国家」という発行者は証券の発行者としては時と場合によりきわめて強大な「市場外」の権限を持つ存在であった。本来ならば「市場」を介して対峙すべき保有者には「市場外」ではこれに対抗する力はなく、「国策」を強制されれば従うしかなかった。市場がまったく考慮されなかったわけではないが、国債の発行面においても流通面においても、ともに発行者、保有者、仲介者のすべてが市場機能の維持に敏感になったのはごく近年のことにすぎない。日本において明治以来130余年にわたる国債発行の歴史は過半が「市場を経由しない資金調達確保」、低利で必要額を確保する御用金召上げ思想の継続であり、流通市場の形成に至ってはたかだかこの30年に見られたに過ぎないのである。

2. 発行者の市場政策

株式も債券も、証券の発行者は証券の譲渡性を否定することはできない。全面的な譲渡性の否定は証券性の否定になる。しかし、一部に関する譲渡制限、譲渡方法の制限などはできる。株式にあっても初期の東京第一国立銀行株券はもちろん譲渡可能ではあるが、株式取引所は存在せず（当然に上場の可能性はなく）、譲渡を望む保有者（株主）は当該会社に株券を持ち込んだ³⁾。この時点では発行者が流通の仲介を行ったのである。しかし、株式取引所が創立されれば、しかるべき発行者は取引所に上場する

ことを望んだ。上場により、取引が行われれば、投資家は増え、株価は上昇し、次回の増資に有効であろう。もっとも、当時の企業の資金調達において頻繁な増資は行われなかったもので、実質的な上場目的は株券に流動性・投機性を付与するところにあった。

債券では上場はほとんど問題にならない。国債の場合、中央政府の直接発行がスポットで行われ、小規模であるときには、市場を考慮する必要はほとんどない。これがある程度継続的になり、中・大規模になったとすれば、市場の遊休資金額に考慮する必要がでてくる。発行者と市場の間に仲介者を置く間接発行は、通例は継続的に、大規模発行として行われる。大規模で定例化する間接発行を成功させるためには市場（引受者、保有希望者）との十分な意思疎通が必要であり、資金調達の限度は市場条件で決定される。

債券一般は譲渡性を否定することができないにしても、国債の一部は特殊的に譲渡性を否定することがありうる。旧来の郵便貯金は解約可能（譲渡不可能）の国の債務であった。販売窓口が発行者に代行してあらかじめ定められた額で元本を買取る（発行者買取り）個人国債、アメリカの家計所有・非市場性国債なども譲渡方法が限定されている。これらは市場価格による巨額の流動性を備えた市場から排除される代償に、小口投資が可能で、限定的ながら換金機能は保証され、基本的には小口・安全投資資産性が確保されている。発行者側から見て、零細資金保有者たる大衆向けの、国債の底辺部分の性格はここに求められよう。こうした固定的保有部分と対照的な、流動性の高い一部の銘柄については、国家の信用維持のため流通市場価格に関して種々の対策が採られてきた。すなわち、

Ⅲに見るような明治初期の「流通禁止」措置、それに次ぐ取引所上場政策、昭和戦前期の財産価格保全、流通取引の道徳的抑制などである。国債発行者は国債の自由な流通取引を決して望みはしなかった。この130年のうちほぼ100年についてはできれば管理下におかれた取引、あるいは取引抑制が望まれたのである。

3. 引受者・保有者の市場に対する要求

ここまで「市場」という言葉を明確に定義せずに用いてきたが、改めて一応の定義を試みたい。狭義の「市場」、いわゆる日々稼動している「マーケット」に当るものは、機能を具備した発行・流通取引の「場」であろう。この「市場」には市場設備の提供者がいるが、基本的には売買機能が継続して発揮されているという実質が「市場」そのものである。「市場」は流通取引において「取引所市場」とそれに対比される「場外市場」のように具体的な「場所」としても認識される。発行取引においては大規模・間接発行の際の引受者がグループとして維持する発行者及び投資者・保有希望者との一時的には高度に密接な関係性こそが市場の実態である。狭義の市場に密着する発行者、投資者・保有者及び市場仲介者を含めた全体像が広義の市場である、と考えたい。

狭義の市場とは一部の流動性の高い銘柄について、その流動性が日々実現される場であり、広義の市場とは狭義の市場を中核に置きつつ、最初から最後まで満期保有以外を考えない不動の投資者層までを外縁部に配置する市場関係者・参加者の静的・動的態様というべきかもしれない。すなわち、大引受者・保有者の市場に対する要求というものを考えることは、広義の市場の内部で、市場参加者の一部と市場仲介者

が、市場参加者の他の一部（発行者）あるいは狭義の市場の機能に関して要求する、ということになる。要求する主体の要求の内容と行動は当然にその市場の実態の一部を形成し、変えることになる。大引受者・大保有者が要求する高い流動性や多様な商品性の確保から、零細保有者の基本的要求である不利でない換金の方途の常備まで、関係者の個別の要求は総合的にその市場の質となって表現されるであろう。

債券、とりわけ国債の市場は、大規模な金融機関を中心とするプロフェッショナルが常時利用する、巨額の取引が集中する一部銘柄の非常に流動性の高い市場、あまり流動性は高くはないが一応市場価格で取引可能なレベルの市場、そしてさほど不利でない換金が可能であるというだけの低レベルの市場まで、多層化し、それぞれのレベルに基準の異なる複数の市場形成が可能でもあるかもしれない。こうした複数の市場の維持及びその国際的活用が可能となったときに、債券市場は成熟した段階に入ったといえるのではないか。

Ⅱ. 時期区分と統計

日本の国債市場政策について明治以来130年を通観することを目的に時期区分をしてみた。発行者たる国家財政の面から見ても、証券市場の面から見ても、第2次世界大戦が大きな区切りとなる。狭義及び広義の市場概念を念頭において、できる限り市場の理解を広げるよう、通観することを心がけた。

- 第2次世界大戦前・戦時期 1) 明治期, 2) 大正期～満州事変, 3) 昭和7年以後
第2次世界大戦後 1) 昭和20～40年, 2) 昭和40年代, 3) 昭和50年代, 4) バブル財政

期、5) バブル崩壊期

国債の歴史的統計は各年代の大蔵省『財政史』を中心に各種多量にある。ここでは、通観に最も役立つと思われる内国債所有者別の長期的把握に限ってⅢの要所に掲げた。しかし、まったく同じ基準の統計は存在せず、時期に応じて適切と思われるものを筆者の判断で採録した。すなわち、明治～昭和戦前期は大蔵省『財政金融統計月報』の起債方法別発行高、昭和6年～17年は大蔵省『国債統計年報』国債所有者別、昭和20年～平成2年は同内国債所有者別、平成3年以後は日銀資金循環勘定から採った。

Ⅲ. 第2次世界大戦前・戦時期

第2次世界大戦前及び戦時期については自由市場時代（満州事変以前）、準統制市場・統制市場時代（満州事変以後）を合わせて、国債市場においては発行者の要求がほぼすべてであり、保有者の、あるいは市場関係者による市場機能維持の要求は、ともに少なかった。

1. 明治期

明治初期 明治新政府は資金不足で四苦八苦したが、しかし初年から内国債発行で資金調達を図ることはできなかった。維新革命を果たした政府といえども旧債務の処理方法を明確にすることが先決であった。新政府による旧藩債務の処理は一部を切捨て、相当部分は返還し、結果としてデフォルトすることはなかった⁴⁾。この処理のために、新政府は明治6年3月に新旧公債証書発行条例を布告し、初の内国債を発行した（発行は明治5年）。続いて金札引換公債証書発行条例により紙幣整理回収のための発行を行った。いずれも交付公債であり、市場の有

無は問題にならなかった。この間に、明治3年4月（同15年償還）及び6年1月（同32年償還）の2回、外国債が発行されて新規の資金調達（外貨）を行ったが、以後は海外発行を中断した。これらの発行は当時世界最大の国際金融市場であったロンドン市場において、維新革命後の命運定かでない極東の新興小国が極めて低い信用評価をされた結果、すなわちロンドン市場としては正当な評価を下した（超高金利、有担保）結果、その評価に傷ついた日本がその後市場を回避したということになる。

明治6年以降、7年3月の家禄引換公債証書発行条例、9年の金禄公債証書発行条例（明治11年9月発行開始）と続いた内国債発行を背景に、明治8年中には日本橋の某土蔵で公債の集団的な売買が始まった。明治6～9年に発行された内国債は発行目的としては「制度変更」型で、旧社会の武士階級・神官職他への退職一時金に当るものを紙券で支払った交付公債であった。すなわち政府が支払うべき債務の先延ばし約束を証券形式にして、その間の利子を支払うものであった。これを受取った側に余裕があれば証券を自宅に収蔵しておくであろうが、余裕がなくなれば何らかの流動化の手段を求めようになる。江戸時代以来の商品取引の収蔵用土蔵を「場」として、文字通りに自然発生的な公債市場が形成された。何故この時期に形成されたか。大きな理由は交付公債の量的蓄積と保有者の換金要求の高まりにあった。加えて明治7年10月に株式取引条例が布告されて、日本で最初の証券取引所に関する法規となったにもかかわらず株式取引所の設立願いが認められず、株式取引所が存在しなかったことが上げられる。制度的な取引所の理念と規制は存在するのに現実の市場が存在しなければ、政府の認可を得ず

表-1 国債起債方法別発行高

(単位: 千円)

年次	直接募集	間接募集	郵便局 売 出	特別発行	代償発行	紙幣交換 売 出	株券交換 売 出	承継	合計
明治 3 年	—	4,880	—	—	—	—	—	—	4,880
4	—	—	—	—	—	—	—	—	—
5	—	—	—	—	23,395	—	—	—	23,395
6	—	11,712	—	—	—	1,580	—	—	13,292
7	—	—	—	—	6,352	633	—	—	6,985
8	—	—	—	—	10,205	25	—	—	10,230
9	—	—	—	—	7	—	—	—	7
10	—	—	—	—	173,902	—	—	—	173,902
11	12,500	—	—	—	334	—	—	—	12,834
12	—	—	—	—	—	—	—	—	—
13	—	—	—	—	—	3,002	—	—	3,002
14	—	—	—	—	—	627	—	—	627
15	—	—	—	—	—	427	—	—	427
16	—	—	—	—	—	372	—	—	372
17	15,000	—	—	—	—	1,414	—	—	16,414
18	5,000	—	—	—	—	1,582	—	—	6,582
19	5,000	—	—	—	—	4,932	—	—	9,932
20	16,179	—	—	—	—	—	26,384	—	42,564
21	2,000	—	—	7,500	—	—	16,452	—	25,952
22	11,000	—	—	—	—	—	19,316	—	30,316
23	—	—	—	—	—	—	3,347	—	3,347
24	5,024	—	—	3,000	—	—	11,438	—	19,462
25	10,000	—	—	—	—	—	30,850	—	40,850
26	2,000	—	—	2,071	—	—	15,916	—	19,987
27	39,922	—	—	2,000	—	—	—	—	41,922
28	40,073	—	—	33,047	—	—	—	—	73,121
29	10,000	—	—	13,695	—	—	—	—	23,695
30	—	—	—	47,157	—	—	2,000	—	49,157
31	—	—	—	263	—	—	—	—	263
32	—	97,630	—	3,729	—	—	—	—	101,359
33	—	—	—	15,272	—	—	—	—	15,272
34	—	—	—	26,002	—	—	—	—	26,002
35	—	—	—	41,498	—	—	—	—	41,498
36	—	—	—	12,000	—	—	—	—	12,000
37	202,713	214,786	—	10,724	6,680	—	—	—	434,904
38	270,347	657,994	—	3,039	5,829	—	—	—	937,210
39	199,671	171,860	—	113,882	82	—	—	16,755	502,252
40	—	224,549	—	31,390	31,000	—	—	18,995	305,935
41	—	—	—	1,427	38,828	—	31,001	—	71,257
42	66,820	—	—	9,336	408,474	—	—	—	484,631
43	133,178	281,542	—	—	29,851	—	75,641	1,116	521,331
44	—	—	—	30,000	4,965	—	576	—	35,541
大正 1 年	—	—	—	79,289	1,095	—	4	—	80,389
2	30,000	77,400	—	24,407	798	—	—	—	132,605
3	—	—	—	29,289	107	—	—	—	29,396
4	30,000	—	—	—	7,032	—	—	—	37,032
5	60,000	—	—	—	9,916	—	—	—	69,916
6	235,000	—	—	53,000	4,956	—	—	—	292,956
7	201,988	—	—	227,041	2,226	—	—	—	431,256
8	311,953	—	60,000	276,696	2,107	—	—	—	650,756
9	199,986	—	70,000	447,137	27,441	—	—	117,156	861,720
10	334,971	—	63,000	328,014	60,980	—	—	—	786,965
11	310,424	—	50,000	406,843	17,085	—	—	—	784,352
12	370,568	300,900	40,000	311,959	42,609	—	—	—	1,066,036
13	293,902	244,075	70,000	400,500	27,008	—	—	—	1,035,485
14	304,999	—	60,000	168,200	67,492	—	—	—	600,692
昭和 1 年	299,999	—	40,000	81,000	116,589	—	—	—	537,588
2	374,761	—	—	122,000	245,717	—	—	—	742,479
3	360,660	—	—	81,060	247,421	—	—	—	689,141
4	343,999	—	—	183,300	31,643	—	—	—	558,942
5	264,460	155,997	—	94,471	15,139	—	—	—	530,069
6	174,997	—	—	261,198	21,388	—	—	—	457,583
7	146,002	—	—	888,903	61,837	—	—	—	1,096,743
8	—	—	—	1,024,457	41,640	—	—	39,052	1,105,149
9	—	—	—	1,027,449	35,677	—	—	—	1,063,126
10	—	—	—	1,018,517	32,695	—	—	—	1,051,213
11	1,358,590	—	—	1,479,000	33,644	—	—	—	2,871,234
12	—	—	118,750	2,111,250	29,517	—	—	—	2,259,517
13	—	—	475,097	4,055,403	17,787	—	—	—	4,548,287
14	—	—	496,698	5,019,802	46,437	—	—	—	5,562,937
15	—	—	601,192	6,283,308	98,703	—	—	—	6,983,203
16	—	—	722,075	9,468,925	446,681	—	—	—	10,637,681
17	—	—	1,240,450	13,018,550	714,205	—	借換発行	—	14,973,204
18	—	—	1,204,227	19,942,773	587,277	—	704,256	187,237	22,625,771
19	—	—	584,816	29,491,484	748,705	—	408,107	—	31,233,158
20	—	—	61,015	33,370,212	62,032	—	1,549	—	33,494,809

〔出所〕大蔵省「財政金融統計月報35号（公債特集）」。

〔注〕1. 明治3～明治26は暦年，明治27年以降は年度計数。

2. 大正8～大正12年は臨時国庫証券および5分利国庫債券を資料の關係上，省令告示公布日より分類した。

にその市場を形成しようとするものが現れて当然であろう。この面から見ると「土蔵」市場は、必ずしも自然発生的だとはいえない。明治9年の金禄公債証書条例と同時に金禄公債証書の書入、質入並びに売買約定取結び禁止⁵⁾が布告されたのは発行と同時に「土蔵」市場にさらされることを恐れた措置である。この措置は明治11年9月9日解除された。次に見る上場取引開始の直前である。

この自然発生的公債取引を吸収・管理するために新条例として株式取引所条例を制定し、制度的市場として設立されたのが明治11年の東京、大阪各株式取引所である。取引所市場が公債市場として始まったとされる所以である。同年6月1日東京株式取引所の営業開始時点では新・旧公債及び秩禄公債の3銘柄が初の上場銘柄であり、9月に金禄公債、11月に起業公債が上場された。株式取引所の名称ではあるが株式の売買開始は7月15日と遅れ、しかもその銘柄は当の東京株式取引所株式であった。同年8月15日に開業した大阪株式取引所でも事情は同様で、公債3銘柄から開始、翌年から始まった株式取引の銘柄の一つはやはり大阪株式取引所株式であった。注目すべきは同年7月12日に当時の監督庁である大蔵省が東株に対し無記名公債証書を売買証拠金代用証券として許可したことで、取引者にとって公債の金融的な価値は増大した。これ以前にも国立銀行の資本金に充当しうること、及びその国立銀行による貸出の担保として公債の価値は大きかった⁶⁾。取引所市場は公債・金銀貨取引（明治18年停止）時代を経て、取引所株時代、鉄道株時代へと転変する。もっとも国債定期取引は明治20年以後量的には微々たるものであり⁷⁾、実物取引も少なかった。

明治中期 国債発行が証券発行として規範的

な存在となったのは、交付発行ではない証券発行がある程度定着し、蓄積した後の、明治19年整理公債条例によってである。この条例により公債発行は年限、額面等の形式を確立し、無記名化され、高利債の5分利債への借換えを進めて、現存国債の統一化が図られた⁸⁾。この統一形式は、明治22年地方債、23年鉄道社債の初の発行を控えて、債券一般のモデルを提供する役割をも担った。

債券は発行者にとって有期の債務であり、満期時点で償還しなければならない。そのための対応には何らかの減債基金の定立、あるいは買入消却などの手段を考えねばならない。発行者たる政府としては明治11～38年の期間には通常歳入より定額支出・完済の計画を立てたが、明治29年2月の国債証券買入銷却法公布以後は買入償却が進展した⁹⁾。明治28年日清戦争に勝利した日本は清国からの賠償金受入で明治30年に金本位制を確立した。国際金融市場の雄たる英国の市場にアプローチする資格条件が整備されたのである。明治29年に整理公債（明治43年償還）がロンドン市場に上場されたが、これは日本国債として（むろん日本の証券としても）初の外国市場上場であった。続いて明治32年に第1回4分利付英貨公債が発行され、明治初年以来四半世紀を隔てて外国債発行が再開された。もはや外国市場を回避する必要はなくなった。この後の外貨社債発行を機に、明治38年担保付社債信託法が制定され、国内社債法も整備された。

明治後期 明治39年3月に（日本国内の）鉄道国有法及び（朝鮮半島の）京釜鉄道買収法が公布され、同年10月に民間鉄道会社17社の国有化が完了した。鉄道株式は鉄道公債へ転換され、株式市場の鉄道株時代は終焉し、最大の上

場業種を失った株式市場は縮小した。対照的に巨額の鉄道公債の追加と、同じく巨額の日露戦争軍費国債（高利、外国債）が重なって、発行者たる政府は信用維持その他に多くの新方策を考えざるを得なかった。明治39年3月に国債整理基金特別会計法が制定され、内外の市場安定を目指して毎年度一般会計より相当金額を同特別会計に繰入れる方法で、信用維持の基本が図られた。その他、法令の規定による公債の担保充用の種類も多くなった（営業保証金、入札・契約の保証金、各種身元保証金、訴訟上の保証金、租税納付担保、代金延納担保、供託金等）。明治38年には大蔵省令第7号による国庫納金代用の規定が、郵便貯金法で郵便貯金代用の規定が設けられている。

税の面でも、日露戦費国債に利子所得税が免除され、明治42年には国債すべてについて同税が全廃された。国債の価格については、明治38年2月法律20号が「軍費国債について最低発行価格を債権の価格として計算することを得」とし、明治41年11月には担保充用国債価格は債権金額（通例は額面金額）とするとなった。

明治39年4月公布の国債に関する法律（7月施行）は、国債事務を日銀取扱いとし、国債登録税を免除した。同年5月に制定された国債規則で、甲号登録国債は証券券面を発行せず、乙号登録国債は券面を発行することとされた。株式取引所内の取引についても、明治39年3月に国債証券の定期取引に関して取引所税・非常特別税が免除され、さらに同年11月には限月制が自由化され直取引競売買制が許可された。続いて40年1月には国債・地方債の売買手数料が引下げられた。もっともこれらの方策で取引所の国債定期取引が増大したわけでもない。国債定期取引が毎火曜、3週3制限を開始したのはよ

うやく44年8月であるが、すぐに停滞した。

明治41年、政府は非募債主義と公債償還の増加で、市場の回復を図る方針を明確にした。明治42年6月に東株に上場した甲号5分利付公債は、後に戦前期を代表する取引所債券銘柄になった。しかし明治末期の取引は微々たるものである。金融緩慢状況下に明治43年2月第1回4分利公債（5分利整理公債の借換え）が発行されるに当たって、横浜正金銀行、日本興業銀行、第一銀行、三井銀行、住友銀行、安田銀行など東京・大阪の銀行16行が初めて国債引受シンジケートを結成した。下引受団には東京の小池国三（後の山一証券の始祖）や大阪の野村徳七（後の野村証券の始祖）等がそれぞれの地で現物団を組織し、やはり証券業者として初めて入った。国内の国債発行市場機構がここでようやく形成されたのである¹⁰⁾。他方で、英仏等における外貨国債の発行は定着し、明治43年5月には日本公債がベルリン等ドイツ国内取引所にも上場された。

明治の後期になってようやく発行市場機構が姿を現し、流通市場価格についても若干の関心が示されたといえる。しかし、流通取引の実態は僅かの実物取引に限られた。

2. 大正期～満州事変

大正期はなお緊縮財政時代が継続した。大正2年4月、就任したばかりの高橋是清蔵相は公債償還方針を声明した。しかし第1次世界大戦の勃発で好況が続き、驚くべきことに数年後にはトーキョーは諸外国が資金調達に来る国際市場となった。大正6年5月には横浜正金銀行が邦人投資家のためにニューヨーク市場で英仏公債・英国公債などの買入れを開始した。公債償還方針の傍ら、大正6年10月には日銀が割引臨

時国庫証券（期間1年）5000万円を全額引受している。国債の日銀引受発行の嚆矢である。大正8年7月に日銀は引受公債の郵便局売出を開始した。日銀を政府の代行機関、郵便局を日銀の代行機関と考えれば、これは直接発行である。郵便局が国債事務取扱いを行ったのは日露戦争当時からであるが、郵便官署国債募集規則が制定されたのはこの大正8年7月で、小口の遊資吸収を目的とし、国債の普及、中産階級以下の貯蓄奨励を図ったものである¹¹⁾。

取引所市場では大正9年2月に東株が国債仲買人制度を新設した。これまでは専業の仲買人はおらず、株式取引を主たる業務とする仲買人が国債等の債券も扱っていたに過ぎなかった。もっとも、専業仲買人の制度ができてまもなく大正9年3月15日には株式市場が大暴落し、これを契機として第1次大戦後の反動恐慌が進行した。大正9年5月に政府は財界救済のため国債の現金償還等を決定した。同年9月20日に東株は株式市場から分離して国債市場（国債・地方債・社債・外国債）を新設し、有力銀行家等の参加を期待した。大株も10月1日に同市場を開設した。従来の好況下で株式取引が旺盛であったのに対して国債取引は閑散としていたため、政府の意を受けて日銀が形式を整え、市場救済策の意味もあわせて実現したもののようである¹²⁾。これに伴い日銀は無手数料で国債売買の取次ぎを開始した。東京・大阪共に当初の参加者は興銀、朝鮮銀行、台湾銀行、それに証券系の野村銀行、小池銀行、藤本ビルブローカー銀行、日本信託銀行などが加わった¹³⁾。昭和3年の段階で東株の専業国債取引員（株式との兼業を除く、仲買人の名称は大正11年に取引員と変更）は9者で、日興証券株式会社以外は個人であった（所属母体は株式会社）。昭和12年段

階では以下の8者で、金融恐慌で破綻した神田銀行（神田鑑蔵）、台湾銀行及び（後に藤本証券と合併した）日本信託銀行、朝鮮銀行等は消えた。株式会社が6/8を占めた点で他の株式取引員とは大きく異なる（一般取引員20/66、短期取引員1/34、実物取引員0/3）。個人名の2者も所属組織は株式会社であった。

日興証券株式会社、小池証券株式会社、河上弘一（興銀）、野村証券株式会社、早川億年（早川ビルブローカー）、藤本ビルブローカー証券株式会社、大阪商事株式会社、共同証券株式会社

国債市場が成立しても、その市場ですべての取引が済んだわけではない。大正10年3月に日銀は預金部所有国債1000万円を売戻し条件付で買取るなど、別の方法を示した。大正11年6月に政府は軍事費の削減と公債発行縮小等の財政方針を明示した。大正12年9月1日に発生した関東大震災で東株は立会い不能に陥ったが、株式に先駆けて10月27日に国債市場は興銀内の仮市場で再開した。これは興銀が国債取引員の中核であればこそできたことであろう。その後、大正14年11月18日に東株では国債の長期清算取引を開始し（当時の株式と同じく2ヶ月3限制）、また外貨債を初めて長期市場に上場（4分利付仏貨公債）、売買を開始した。大株も大正15年2月同じく国債長期取引を開始した。とはいえ、実物・清算取引共に公社債現在高に比すれば取引高はなおきわめて少額にとどまった。

昭和2年4月22日から5月12日の間、東株は金融恐慌時のモラトリアムで臨時休会したが、国債の実物取引は4月25日に再開した。この後、昭和3～4年は予算の編成難と公債増発懸念、差し迫った金輸出解禁問題等で国債市場は

暴落を繰り返した。昭和3年8月4日に大蔵省は公債不増発と減債基金による買入れなどの国債市価低落防止策を決定した。翌4年の10月24日に世界史に残るニューヨーク市場大暴落が生じ、この時期に金輸出解禁に踏み切った日本は解禁恐慌（昭和恐慌）状態となり、6年9月18日の満州事変勃発と続く英国の金本位制離脱により、2年足らずで再び金輸出を禁止した（解禁期間は昭和5年1月11日～6年12月13日）。

この時代はなお発行に抑制が利いていたが、国債残高の増大に対応して流通市場育成の政策が採られた。しかしなお有効な流通市場が形成されたとはいえなかった。昭和3～4年の公社債市場「黄金時代」といえども、実物取引売買高が従前の数倍になった程度で、続く昭和恐慌時代には再び縮小したのである。

3. 昭和7年以後

昭和7年上期は国債に関して重要な3つの法令が公布施行された。1月31日に満州事変に関する経費支弁のための公債発行、借入金に関する勅令が、6月18日に赤字補填公債発行に関する法律が、そして7月1日に国債の価額計算に関する法律が公布施行された。前の2者が巨額の新規発行を予定し、消化問題がにわかに前面に出たため、後の1者で「内国債について財産目録記載は標準発行価格によることを得」（取得時価を越ゆることを得ず）として、市場が狭小で取引単位も小額であり、下落圧力にさらされた国債市価が大保有者の経営・財務に影響することを防ぐような、公定価格の設定であった。その上で、本格的な新規発行増大が開始された。同年7月13日には4信託会社が国債引受シンジケートに加入し、11月10日にはその国債シンジケートが満州国建国債を引受け（8年

2月6日に東株で売買開始）、内国債に関しては市場を利用せず11月25日に赤字国債の日銀引受発行が開始された。初の赤字国債は12月24日、1ヶ月のタイムラグを置いて初の市中売却操作が実施された。当初は無制限の赤字国債発行を予定していたわけではなく、事実昭和10年6月25日に高橋蔵相は昭和11年度予算編成で公債発行の漸減方針を言明し、また10月6日には公債政策で赤字楽観を戒める声明も発表した。

しかし、昭和11年2月、2・26事件の勃発により、状況は根本的に変わる。同年3月9日成立した広田弘毅内閣の馬場鉄一蔵相は公債漸減主義放棄などの積極財政声明を発表した。この方針の下に5月1日に第1回3分半利国庫債券が発行され、以後国債利子は3分半利に固定された。準戦時～戦時体制を通じてこれが証券発行による最低の資金調達コストとなった。同年6月22日、東株は3分半利公債の売買を開始した。この後は巨額の赤字国債の円滑な消化が国債政策の最大の課題となる。昭和12年8月24日、政府は国債消化力擁護のため地方債発行を抑制する方針を採り、翌13年3月23日には預金部資金運用特別委員会は国債引受・買入れの限度額を拡張した。同年3月末公布の有価証券引受業法で認可を受けた有価証券引受業者8社は12月5日から日銀引受国債の売捌き取扱いを実施した。こうした消化方策だけでなく、昭和15年12月には大蔵省、企画院、日銀、興銀をメンバーとする起債計画協議会が設置され、国債発行を主として民間債券発行を従とする計画的発行が制度化された。翌16年7月11日には財政金融基本方策要綱が発表され、国家の総体としての資金計画が設定されるに至った。太平洋戦争勃発後、17年4月1日には有価証券業取締法施行規則の改正が公布施行され、「国債売り捌き

業者」が新設されて、金融機関以外の兼業が始まった。その半月後、4月18日に金融統制団体令が公布施行され、金融機関は日本銀行を頂点とする統制組織に再編された。

証券市場に関する統制は遅れたが、18年3月11日公布の日本証券取引所法により最終段階に入った。同法実施までの間に3月15日公布施行の外貨債処理法により国債以外の外貨債（地方債、社債）を国債に借換・継承した。戦時の特別処置ではあるが、国債現存額は増大した。4月10日には少額債券の換金対策として全国銀行の貯蓄債券・報国債券買取制度が実施された。日本証券取引所の取引開始後、18年8月23日に債券長期清算取引は廃止され、実物取引のみになり、それも戦末には衰微した。9月25日に全国銀行の小額国債買入制度も実施された。

国債発行は政策的に最優先で進められる事項であり、効率的・強制的な消化に最大限の注力がされた。全面的な資金統制でインフレーションを抑制した上で、金融取引の上では国債を優遇（日銀の国債担保貸出の優遇、一部は買入操

作も行う、課税上の減免、証券の無償保管、国債登録の勧奨など）、計画的・強制的な消化を進めた。保有面では前述の7年7月法で資産価格の維持を図ったが、多くは満期保有であればほとんど問題はなかった。流通については明治初期のような明確な禁止はなかったが、事実上抑制されていた。昭和15年支那事変賜金国債などは明確に記名式で、譲渡制限（政府買入以外は譲渡・担保禁止）があった。取引所市場ではもともとあまり取引がなく、その上に取引抑制がかけられたが、流通の要求はあり、大手証券会社店頭で行われていた模様である。零細資金の個人保有については前述のような少額債券の換金策が取られた。終戦直前には「日銀引受—市中売出—市中保有国債の日銀担保使用による日銀貸出激増」でオーバーローン状態になった。

この時期には財政の資金調達の円滑な確保に強い重点が置かれ、国債の金融目的の使用は認められたが、現実にはそれが可能であったのは日銀と取引のある金融機関に限られた。その他の保有者にとっては国債の証券性は実質的に喪失さ

表-2 国債所有者別調

(単位：百万円)

年 末	政 府	金 融 機 関							地方公共 団 体	そ の 他	合 計
		計	普通銀行	特殊銀行	貯蓄銀行	保険会社	信託銀行	そ の 他 金融機関			
昭和6年	1,015	2,348	1,221	532	481	92	21	—	56	1,104	4,525
7	1,349	2,355	991	614	640	81	27	—	58	1,387	5,150
8	1,478	3,338	1,425	977	814	90	30	—	55	1,528	6,400
9	1,714	3,957	1,901	818	891	121	223	—	50	1,520	7,242
10	2,062	4,470	2,128	869	1,021	158	292	—	47	1,627	8,208
11	2,507	4,980	2,446	1,001	981	171	378	—	44	1,539	9,072
12	3,321	6,135	2,565	1,643	1,162	391	285	86	47	2,388	11,892
13	4,433	8,701	3,623	2,627	1,438	557	308	146	60	3,026	16,222
14	6,182	11,797	4,739	3,796	1,893	798	332	237	64	3,475	21,520
15	8,178	15,957	6,174	5,327	2,604	1,116	392	341	73	4,043	28,253
16	10,209	22,141	8,282	7,732	3,378	1,521	425	801	85	4,885	37,322
17	13,646	30,238	11,789	9,457	4,820	2,186	513	1,470	120	7,472	51,477

〔出所〕大蔵省『国債統計年報』

(注) 1. 本表は短期証券を含まない。 2. 昭和11年までは外国債を含まない。 3. 日本銀行は特殊銀行に含まれる。

せられていたといえよう。

IV. 第2次世界大戦後

昭和20年9月より始まった連合国軍による占領政策の下で、戦後の国債の新規発行は昭和21年後半までで終了させられた。新たな財政法は赤字国債の発行及び日銀引受発行を禁止し、これらを超えて戦後国債発行が昭和40年度(41年1月)に再開されるまでには20年を経過した。しかしその後の10年は景気回復に続くミニバブル状態で赤字国債の発行は不要となった。これを変えたのが石油ショックへの対応で、昭和50年代の大量国債発行時代に入り、発行政策はようやく大量引受・保有・販売者の意向を反映し、市場の整備に向うようになる。

1. 昭和20年～40年

昭和20年8月15日、終戦当日、広瀬蔵相は預貯金の無制限支払を声明し、一般のモラトリアム不安を払拭した。翌9月11日に後任の津島蔵相が全国金融統制会でインフレ防遏の諸策と併せて公債・証券の価値の維持を表明した。いずれも大小の保有者の不安に応える当面の措置であり、中期的には預貯金も有価証券も価値の維持は不可避となった。この後ほぼ4年に及んだインフレーションの進展で、平均100倍の物価上昇が生じた結果、預貯金、投資信託、確定利付き証券はすべて大幅に減価し、株式もまた敗戦と企業の将来展望の混迷により価格形成の判断基準が大きく変動した。

1) 戦時国債の処理議論 戦後復興期最大の課題と目されたのは堆積した戦時国債の処理であったが、これは予期せざるインフレーションの進展によりいわば「自然処理」され、国債の

デフォルトは発生せずすんだ¹⁴⁾。

- 主な処理議論：①官業および国有財産払い下げによる元本の処理 ×
②財産税等の特別課税による元本の消却 ⇒実際には一般財源に
③債務破棄構想 ×
④インフレーションによる債務破棄効果 ◎
⑤国債利子の強制的引き下げ 審議未了で ×

いろいろの方策が一応議論されたが、結局のところ何もせず、意図的に狙ったとはいえないインフレーションによる債務破棄効果にすべてを委ねたことになる。十五年戦争には神風は吹かなかったが、戦後の国債処理にはインフレーションという神風が吹いたのである。もっともこの神風に流されるに任せた結果、最大の債務者であった政府が最大の利益を受け、最終的な資金の出し手であった個人としての国民が最大の損害を蒙った。金融仲介機関は国債保有者としては損害を蒙ったが、他方で預貯金の債務者としては利益を受けた。インフレーションがかなり進行した昭和24年1月9日になって大蔵省は戦時債券の無制限買取りを決定したが、これはほとんど財政的な負担にならなかった。

戦前期に発行した外貨国債の処理は別途それぞれの国と協定を結び、返還を進めた。内国債と同じくデフォルトは発生しなかった。昭和27年の講和条約発効後、29年9月16日に日本外債処理会議が開かれ、日英及び日米外債処理協定が調印され、戦前債の全額返還が決定された。これとは別に金約款を持った仏貨公債については31年12月29日に在外仏貨公債の処理に関する法律が公布され、32年2月28日に施行され

た¹⁵⁾。

2) 戦後初期の債券発行 終戦後、といっても政府の財政状況が急に好転するわけではなく、占領の現実化によりむしろ状況の悪化が加速度的に明白になった。昭和20年10月15日及び12月15日には(戦時国債の継続的性格を持った)3分半利特別国庫債券(臨時軍事費, 日銀引受・郵便局売出し)を発行した。3分半利国庫債券は20年10月までは臨時軍事費等として, 21年中は鉄道事業費等として, 日銀あるいは預金部引受で発行された。この間の11月25日に連合国軍最高司令部(GHQ)は日本政府に対して(短期国債を除く)公債発行の許可制を指令し, 21年12月29日には昭和21年度赤字公債発行に関する法律が公布施行されて, 22年4月までなお3分半利国庫債券が発行され続けた。22年~24年の公債発行は補償等(交付), 復興資金(公募), 借換え等の目的が主である。

戦後の財政法は昭和22年3月31日に公布され, 第4条で歳入補填国債の日銀引受を禁止し, 但し書きで建設国債の発行を許容した。この法律が戦後国債発行の基本となり, 現在に至るまで歳入補填・赤字国債の発行は原則禁止で, 発行されるときには毎年度の特別法で議会の承認を得て行われている。22年7月21日に大蔵省は金融機関資金融通準則を改正して国債公募の推進を図り, 9月13日には全国証券業者に公社債元引受を認可した。これにより, 9月25日の復興4分利国庫証券第1回1次分の一部は証券会社を通じ公募された。しかし財政法を持った抑制効果は非常に強く, 建設国債の発行は選択されなかった。

財政の資金不足を補うべく, 昭和22年2月に復興金融金庫が設立されると, 復興金融金庫債の乱発が行われた(22.2.20~24)。インフレーション

の進行を食い止めるためのドッジラインの荒療治(24年4月2日24年度超均衡予算成立)の過程で24年5月28日に復興金融金庫に対する政府出資等に関する法律が公布施行されて, 同金庫債券は25年中に全額償還済みとなった。赤字公債発行の禁止に対しては準公債というべき金庫債で対応して乗り切り, その結果インフレーションを激化させたが, その頂点においてドッジの介入を受けられたのは, これまた小さな神風といってよいかもしれない。

3) 起債市場育成策 昭和24年6月1日, 日銀は起債市場育成のために銀行・信託より復興金融債券の買入措置を実施した。銀行・信託保有の復興金融債券が現金化されれば, 復興金融金庫からの融資が止まった民間企業に対する民間金融機関からの融資が可能になるであろう。日銀はさらに7月23日に緊急産業に対する資金供給の円滑化を図るため, 信託から国債買入を実施した。銀行・生保からの買入れも実施され, 国債は9月から日銀オベの対象に加えられた。10月15日には日銀は重要産業への株式払い込み円滑化のために生保より国債買入を実施した。インフレーションの進展で大幅減価した価値によるとはいえ, 戦時国債は金融機関にとっては急に流動化し始めたのである。半面で25年9月30日に日銀が小口国債買入制度を廃止したことで, 一般庶民には満期保有による減価償還の方法のみが残された。

4) 「準国債」の活用 昭和20年代末~30年代後半にかけて, 発行政策としては新規国債発行に代わる「準国債」の活用が開始され, 拡大した。電信電話債券(昭和28年1月第1回い号発行), 鉄道債券の2本が柱である。同年8月1日鉄道債券および電信電話債券等に係る債務保証に関する法律が公布施行され, 8月25日に

第1回鉄道債券及び第1回電信電話債券が発行された。この後も30年4月23日道路債券令、35年5月27日首都高速道路債券令などが続いた。他方で28年には8月7日に特別減税国債法¹⁶⁾が公布施行され、8月20日に第1回債が売出されたが、この時期では例外的な発行方法である。30年11月8日、日銀は市中金融機関の余裕資金吸収のため、日銀所有長期国債の買戻し条件付売却オペの実施を決定した。

国際金融市場との正常な関係を取り戻したのもこの時期である。前述のように戦前外貨国債の償還方法が明確に協定されて後、国際市場への復帰は可能になった。しかし内国債の発行を厳しく抑制している状態で、容易に一般会計の外貨国債の発行を再開することはできない。そこで昭和33年12月20日、産業投資特別会計の貸付の財源に充てるための外貨債の発行に関する法律を公布施行し、34年2月17日に米国市場で戦後初の外貨債を発行した。特別会計負担で、産業投資、具体的には電力産業振興を掲げ、予想されたであろう非難を回避したのである。この後、36年6月27日に大蔵省は国債・地方債・金融債などに対する非居住者の投資規制の緩和を決定し、38年3月31日には外貨公債の発行に関する法律を公布して、5月1日第1回産業投資スイス債を発行した¹⁷⁾。

5) 取引所債券取引の復活 戦前期においても同様であったが、債券取引は取引所取引にあまりなじまず、取引高も多くなかった。戦後、証券取引所閉鎖時代の債券取引は昭和21年2月に発足した証券業者の証友会による債券交換会で行われた(小額の実物取引)。昭和24年5月、取引所再開前にはインフレ高金利の下では低金利の戦時国債の価格は暴落するため、債券一般の取引は見合わせられた(再開時に上場せず)。

昭和31年になってようやく取引所債券取引が再開された時にも、国債は上場から除外された。この時点では戦前期発行国債は減価して償還予定が立っており、残高も少なく、上場銘柄として適切ではなかった。戦時国債の大半は昭和20年代後半から30年代半ばにかけて満期が到来したのである。債券取引再開のきっかけとなったのは電話債券である。昭和30年8月に東京証券業協会は東京証券の店頭で電話債券の気配交換を開始した。約半年の実績を踏まえて、翌31年4月2日に東証と大証は債券売買市場を開設し、政府保証鉄道債券及び電信電話債券を上場した。

この時期は巨額の戦時国債及び戦前外貨国債のデフォルト回避と減価・額面償還を軌道に乗せることに重点が置かれ、新規発行は厳しく抑制された。国債の取引所流通取引は認められず、日銀による担保及びオペレーションの対象とはなったが残高は減少を続け、国債の存在が金融市場からほとんど消失した稀有の時期となった。

2. 昭和40年度以後

昭和30年代を通して国債発行論は水面下で力をつけ、39年度・40年度と不況が深化したために景気回復方策としてついに40年度補正予算で財政法の規定を超える特例法による赤字国債の発行が決定された。国債発行政策の質的転換という点では非常に大きなことであったが、その後の景気回復力も予想以上に大きかったため、赤字国債の発行はこの1年度のみに止まった。この後41年度から発行された建設国債については、これにより過剰な抑制が消失し、以後発行が継続した。

昭和40年度の新規発行国債は取引所に上場さ

れたが、実需による取引の実体は無く、大債券業者（当時の4大証券）による形式的な値付け売買が輪番制で行われるに過ぎなかった。新規国債の大保有者は金融機関であり、金融機関が1年保有した国債は日銀が買入れる制度が設けられた。シ団引受方式による発行は開始されたが実態は「強制割当発行」であり¹⁸⁾、流通取引の場も形式的には整えられたにもかかわらず、タイムラグを置いて実質的には日銀引受けと変わらない状況であった。戦後20年以上たっているにもかかわらず、金利はまだ統制下にあり、実質的な流通市場もなければ、発行市場と流通市場の有機的な関連など存在するわけもなかった。国債の流動化は金融機関と日銀との取引の過程にのみ存在したのである。

3. 昭和50年度以後

こうした状況に変化が生じたのは昭和50年度に大量国債発行が開始されて後である。第1次石油ショックによる不況への対応策として再び、かつ大量の、国債発行が必至となり、発行市場の整備と多様化が求められた。40年代とは比較にならない大量の国債保有者となる運命の金融機関からは初めて実質的な流通市場を要求する声が強まった。銀行の第一線流動性準備の必要額を超え、安全資産投資に妥当な額をも超えた大量国債の長期保有予測に対しては当然の対応策である。必要なときに納得のできる価格で売買ができる市場を要求するだけでなく、その市場での仲介ビジネスを行うことを金融機関は要求した。戦後の昭和23年証券取引法全面改正法では第65条で金融機関の証券業務を原則禁止し、公共債については禁止されていなかったにもかかわらずいわば紳士的な配慮で昭和40年代まで金融機関はこの分野に手を付けてこな

かった。「銀行と証券の垣根」問題といわれたこの分野で激論の結果、銀行等に公共債の窓口販売を認め（国債窓販）、かつ公共債の自己売買を認める（ディーリング）ことになった。その際に、銀行側の主張した「銀行業務として当然に可能である」という立場はとられず、銀行法を改正して銀行業務として法に挿入し、銀行等が証券業務を行うに当っては証券取引法で免許して管理・監督する方法を取った。

この時期の前期には債券現先市場の公認と発展があり、急拡大した発行市場と流通市場の形成で、初めて国債市場は強力な両輪を備えた市場となった。昭和50年度以後大量発行された長期10年国債の償還・借換え問題が生じるのは昭和60年度以後になる予定であった。

4. バブル財政期の国債管理政策

昭和50年代後半からの、とりわけ60年代に入って以後の好況継続と、それによる税収の自然増は、直前期に大量発行された国債の償還計画樹立を容易にした。一般会計の公債歳入は10兆円以下になり（昭和62～平成5年度）、国債依存度も10%を切った（平成3年度）。発行圧力の消滅に対して、バブル期の金融機関・事業会社の余剰資金は有効運用先を求めたため、株式市場とともに債券の取引所市場・店頭市場は最盛期を迎えた。5000兆円規模（昭和62年：店頭取引5500兆円、取引所取引1000兆円、国債は各5400、570兆円）の市場が実現して、債券市場の中核は国債にあることを名実ともに知った時期でもある。実物取引が盛況になれば、そのリスクヘッジのために先物取引が要求され、続いてオプション取引も導入され、他方で現金担保付債券貸借取引（債券レポ取引）等、国債を手段として用いる金融取引が発展した。国債発

表-3 内国債所有者別現在額 (政府短期証券を除く)

(単位: 億円)

会計年度末	登 録 国 債								証券発行 国 債	合 計
	政 府	資 金 運 用 部	簡易生命 保 険 ・ 郵 便 年 金	政 府 関 係 機 関 等	日 本 銀 行	市 中 金 融 機 関	そ の 他	計		
昭和20年	453	437	—	—	23	582	151	1,209	191	1,399
25	392	371	—	16	1,433	430	97	2,371	36	2,407
30	153	141	11	0	2,018	508	92	2,773	1,485	4,258
35	869	843	26	0	1,307	496	0	2,675	1,793	4,468
40	918	900	18	1	2,075	1,262	17	4,275	2,608	6,883
41	2,638	2,624	13	1	1,005	6,462	38	10,145	4,073	14,218
42	6,385	6,371	13	3	3,903	6,434	47	16,774	4,775	21,550
43	5,090	4,942	13	1	8,001	8,290	38	21,421	5,326	26,748
44	5,806	5,364	13	1	11,297	8,416	44	25,565	5,210	30,775
45	11,897	11,222	5	6	12,034	4,430	42	28,410	7,563	35,974
46	21,999	21,999	0	1	2,427	14,516	75	39,018	7,836	46,855
47	13,200	13,166	34	3	11,859	29,753	251	55,068	10,016	65,084
48	36,068	35,935	132	42	16,705	17,969	256	71,041	11,630	82,671
49	41,239	41,219	19	160	31,236	19,053	235	91,924	12,870	104,794
50	30,310	30,297	12	60	55,919	54,368	1,316	141,974	15,790	157,764
51	41,711	37,659	151	302	62,547	94,459	3,337	202,358	26,898	229,256
52	54,036	49,843	92	1,392	64,656	145,792	6,693	272,571	55,295	327,867
53	48,655	43,100	1,554	2,036	85,488	207,281	10,660	354,122	82,048	436,171
54	93,545	80,744	627	1,359	90,871	236,524	47,677	469,978	102,866	572,844
55	140,177	118,944	—	231	90,773	226,189	114,702	572,074	146,985	719,059
56	185,457	167,021	—	260	81,888	238,200	159,645	665,452	170,846	836,298
57	202,017	200,960	344	310	85,427	269,032	254,420	811,208	167,303	978,512
58	238,956	231,143	1,053	1,450	86,729	333,699	310,207	971,044	143,976	1,115,020
59	318,619	300,075	513	1,821	69,792	359,102	346,009	1,095,345	142,598	1,237,943
60	409,021	394,871	475	2,304	44,423	389,053	387,131	1,231,933	134,172	1,366,106
61	484,317	472,127	1,055	2,612	36,346	428,709	404,171	1,356,157	117,102	1,473,259
62	548,035	527,985	767	3,236	58,169	468,727	370,274	1,448,448	92,685	1,541,134
63	605,001	578,755	1,646	3,069	32,894	533,002	338,383	1,512,352	78,599	1,590,951
平成1年	618,092	560,452	2,279	3,080	68,045	527,818	344,815	1,561,852	69,127	1,630,980
2	640,368	574,934	2,620	3,792	88,294	509,206	377,630	1,619,291	66,181	1,685,472

〔出所〕大蔵省調

行の量的な重圧が薄れ、既発債市場に堆積する残高を最大の考慮要因として、種々の金融取引を開発・革新する債券の流通市場がこの時期に初めて形成されたのである。国債発行管理政策としては大いに荷が軽くなったこの時期に、流通市場が急激に発展した事実は極めて興味深い。

5. バブル崩壊後、行財政改革期の国債管理政策

平成期に入りバブル経済が崩壊して、国債発行要因は再び大きくなった。昭和40年代には景気の回復力が強く、昭和50年代にもやはり石油ショックに対する経済の合理化能力は非常に強かったが、このたびの不況は長期化した。赤字国債の新規発行は膨れ上がり、国債費も増大し

たが、平成7年9月（公定歩合最低0.5%）以後の超低金利状況の下で国債費の比率は相対的にみて重要性が低下した（平成4～7年度は前年度比マイナス、8年以後は上昇したが20～25%以内）。また、国際市場における日本国債の発行が無いため直接に国際的な評価ないし批判を受けることはなく、国債管理政策は国内市場（大保有者たる金融機関）向けで良かった。国債格付けに関する意識も、同じ理由で希薄であった。

しかし、国債残高がGDP比50%を超え（平成9年度）、国債依存度が40%を超える（平成10年度）と共に、不況の長期化の過程で行財政改革が本格化したために、新たな段階における国債管理政策の必要性が痛感されるようになった。赤字国債の発行には一定のブレーキがかかり（年々の新規発行高管理）、買入消却による国債残高の圧縮、金融機関以外の保有層が開発され（発行種類・商品性の多様化）、引受・保有者等「市場との対話」政策が採られるようになった（市場の要求を反映）¹⁹⁾。発行引受に関しては市場特別参加者制度の制定（平成16年10月）、シンジケート団引受の廃止（平成18年3月末）等により、市場制度は基本的な自由化を終えたといえる。バブル期前後に比べれば流通市場は縮小したが、金利の自由化が超低金利状況の下で行われたため、史上空前の低金利である「市場金利」で縮小安定型の発行が継続されている。この過程で注目されるのは財務省自体が「国債市場の効率性向上、流動性維持・向上、適切な債務管理」を掲げるようになったことである。財政面からも市場からも発行管理政策が不信感をもたれているとすればその発行による管理能力を中期的に示すと同時に、流通市場が良く機能することでこれを補い、潜在的

リスクを減少させる方策である。平成19年初め現在、景気回復の進行と共に上述のような国債管理政策の成果も上がってきたと見てよいようである。

V. 現在の課題

中央政府にとって収入の基礎であり、土台であるのは taxation であり、赤字国債発行による収入はこれを補完するものである。 taxation と赤字国債発行収入には前者を基礎としつつその額に大きな影響を与える景気変動と、財政予算に決定的な影響を与えるような国家目的の枠内で、代替性がある。政府が継続している以上 taxation がゼロになることはありえないが、赤字国債がゼロになることはもちろんありうる。こうしたラフな枠組みの中で、求められるのは財政が管理可能な発行政策と市場の機能を高めるような流通市場政策である。

流通市場からの要求は保有者の要求と市場それ自体からの要求に分けて考えたい。国債保有者の要求は、発行者が破綻せず、発行・流通市場ともに市場機能が発揮されていること、そして保有者の運用資産のニーズに応じた市場商品の弾力的な提供にあらう。市場それ自体からの要求は（取引所市場や店頭市場運営者、仲介者、トレーダーがこれを要求するというのではなく）、市場機能が十分に発揮されていると同時に、これに加えて国際的に認められる市場、テクニカルに、また信頼性の面で国際的な水準の市場を維持・継続することではないだろうか。

すでに述べた保有者の層の分化と、それを基底に置く市場の重層化について改めて振り返りたい。日本の国債保有者のうち底辺部分を構成

する零細資金の大衆保有者、たとえていうならば1000万円以下の国債保有者については、定型的小額投資が可能で、随時換金可能な貯蓄国債制度を用意すれば、それを選択することができる。個人で高額な金融資産を保有し、一部をあるいは相当部分(1000万円以上)を国債で保有したいと望むものには、相続税を優遇する相続国債制度を用意し、選択可能にしておけばよい。この保有者層は他の金融資産を含めたポートフォリオ保有を選択し、自ら行う時間を、あるいはプロに委ねる資金を持っているであろう。

機関投資家、金融機関、事業法人などは大規

模な「市場における国債商品」の真の需要者である。とりわけ機関投資家と金融機関は、発行者たる政府に対峙して、大規模な国債市場を形成し維持する経済単位として、保有者であると同時にトレーダー、市場仲介者として、国債政策に関して主導者となる。その背後にあって大きな力を持たない個人保有者の利害を認識し、代弁して行動する義務を彼らは持つ。

今後数年の間に国債残高管理政策が十分に進まない場合には、一部国債を永久国債化することで、大規模な金融市場の中核商品を形成すると共に、零細保有者にも安全資産を提供することはできないだろうか。流動性のあり方を含め

表一 4 国債の所有者別内訳 (%)

	政府等	日銀	銀行	生保	損保	投信	海外	証券	家計	非営利	事法
平成3年	41.7	4.7	31.9	3.9		2.0	-	1.2	6.3	-	△
4	41.9	5.3	23.3	6.9		2.7	4.4	1.4	2.9	-	0.1
5	40.2	7.0	23.0	7.2		2.4	4.8	2.2	2.2	-	0.2
6	36.1	7.9	30.1	10.7		1.9	4.5	3.2	2.0	-	0.1
7	36.4	7.8	28.3	13.3		1.6	5.4	1.8	1.6	-	0.2
8	36.7	10.7	26.8	13.2		1.5	7.4	2.7	2.0	-	0.2
9	40.6	8.8	25.7	11.8		1.1	10.0	2.3	1.9	-	0.1
10	38.9	11.6	12.6	5.9	0.3	1.0	6.1	0.7	2.7	1.9	0.1
11	40.0	11.9	13.7	5.6	0.3	2.6	5.1	0.4	1.8	2.0	0.1
12	35.4	11.6	15.6	5.3	0.3	2.9	6.0	1.7	2.5	0.9	0.3
13	40.9	14.9	11.6	5.1	0.4	1.8	3.6	1.8	2.6	1.2	0.3
14	41.6	15.0	11.3	5.1	0.5	1.7	3.4	2.2	2.4	1.0	0.2
15	41.2	14.9	13.1	5.0	0.6	1.5	3.5	0.9	2.6	1.1	0.1
16	42.0	14.3	11.6	5.5	0.5	1.2	4.2	1.9	3.3	1.2	0.2
17	34.9	13.0	18.8	14.1	0.6	1.0	4.6	0.9	4.0	1.6	0.1
18*	35.1	11.4	22.0	14.8	0.6	1.1	5.1	1.7	4.4	1.7	0.1

[出所] 日本銀行資金循環勘定より算出

(注) 1. 政府等には財政融資資金、郵便貯金簡易生命保険、公的年金を含む

2. 事法は非金融法人である

3. -は数字なし、△は国債保有の独立した数字なし

4. 18年は9月末

て市場の重層化を考えるならば、不可能ではないと思われるのだが。また、一部国債については年金国債という考え方も検討に値する²⁰⁾。

いずれにしても、発行側（資金調達、国内市場に対する政策担当者）が流通市場（重層化した保有者、維持すべき市場機能、資産・運用を媒介すべき価格）を考慮せずには動くことができない初めての時代になった。国債発行が始まって以来140年弱を経て、ようやく発行側、保有側、市場のすべてを考慮する本格的な国債管理政策が必要とされるようになったといえる。

注

- 1) 最初の内国債は明治6年3月25日公布の新旧公債証書発行条例に基づくもので、「旧債に対して交付すべき無利子公債証書を旧公債証書——」と称した交付公債であった。『明治大正財政史』第11巻、国債（上）、p.568～569。
- 2) イギリスの永久国債は財政困難時に比較的高利で設定され、発行者の都合で低利借換え若しくは償還されるもので、保有者に有利なためか流通市場は問題にされていない。E.L. ハーグリーブス『イギリス国債史』参照。
- 3) 東京第一国立銀行株券の譲渡方法は同行申合規則「株譲渡之事」『第一銀行史』上巻、p.106～107参照。
- 4) 旧藩債務の処理については、小林和子「日本国債の格付について」『証券経済研究』第49号、参照。
- 5) 『広辞苑』によれば、書入は「抵当として証文に記入する」意で、中・近世の貸借契約の一つであった。質入は「借金の抵当として物品を質屋に預けること」で、江戸時代以降「占有質」の意に限られた。『日本史大辞典』平凡社によれば、書入は明治6年「地所質入書規則」で初めて「非占有担保金融」として規定され、質入（占有担保金融）との違いも明確にされた。質入のほうが効力は強い。
- 6) 国立銀行の設立目的の一つには不換紙幣整理があり、銀行は資本の6割を通貨で政府に納めて金札引換公債証書を受取って、さらにこれを政府に納めて銀行券を受け取った。しかし銀行紙幣の正貨兌換は維持できず、結局明治9年に条例が形成されて4分利以上国債を資本金の8割まで充当することが可能となった。『第一銀行史』p.305参照。
- 7) 明治期の国債定期取引の量は、東京証券取引所『20年

史』巻末統計による。

- 8) 明治19年10月16日公布整理公債条例は、高利既発債の整理のため、利子は1年百分の五、発行証書は無記名利札付（希望により記名可）、市場の時価に準じ発行、5年据え置き後50年で抽選償還、利子は6月12月支払いなどを定めた。『明治大正財政史』第11巻、国債（上）、p.618～624。
- 9) 明治29年国債証券買入消却法のは従来の抽選償還に加えて柱となるべき償還方法を樹立したが、なお一般会計の範囲内の方法であった。『明治大正財政史』第11巻、国債（下）、p.459～460参照。
- 10) 証券業界にとって明治43年発行市場機構の成立は、「証券業者が発行市場にはじめて登場した」ときと位置づけられた。『山一証券史』、p.111参照。
- 11) 『明治大正財政史』第11巻、国債（上）、p.287～296。
- 12) 大正9年国債市場新設の前には、日銀は証券市場に代わって日銀や政府が「市場」を形成することも考えたようである。『日本銀行百年史』第2巻、p.557～565。『野村証券十周年追想記』p.6～7によれば、東京も大阪も興銀を中心に国債仲買人となり、国債取引員組合を作って裸相場を立てたのは、「全く吾証券史上一つのエポックを画すべき事件でありました」という。
- 13) 『野村証券十周年追想記』、p.7。
- 14) 戦後国債の処理議論は、『昭和財政史—終戦から講和まで』11政府債務、p.65～100。
- 15) 戦前期外貨国債の処理については、前掲小林論文、参照。
- 16) 新規発行国債はすべて交付国債であった時期に、唯一昭和28年特別減税国債のみは個人・法人に焦点が当てられたが、結果は不振で（金融機関のみ消化好調）、種々の反省がされている。『昭和財政史—昭和27～48年度』7、国債、P.35～40
- 17) 昭和38年外貨公債法で政府保証でなく国債を継続的に機動的に発行しようようになった、その第1回債が産業投資特別会計のスイス貨債である。
- 18) 志村嘉一編集、中島将隆論文『日本公社債市場史』p.296～299。
- 19) 財務省『日本国債ガイドブック』2006。
- 20) 須藤時仁「国債残高管理政策としての年金国債導入」『月刊資本市場』No.245。

参考文献

- 大蔵省・財務省編『明治大正財政史』『昭和財政史』の「国債」各編
公社債引受協会編『日本公社債市場史』

（当研究所主任研究員）