

座談会 戦後公社債市場の歴史を語る

日 時 2006年12月18日

場 所 日本証券経済研究所

参加者 (50音順)

- 内 田 健 三 (元山一証券・元山一投信委託)*
沖 津 正 恒 (元野村証券・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)

[座談会は当所公社債市場研究会の一環として行われ, 参加者は研究会メンバーを中心とし, メンバー外からお2人(*)に加わって頂いた]

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、3部の構成にしております。第1部は自由化以前、昭和20年代から40年代まで。第2部は自由化後、昭和50年代以後、平成10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3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2部と第3部は少し区切りにくいところがあるかと思えますので、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をお願いいたします。

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をお願いしたいと思います。

後藤 私は、昭和24年9月に山一証券に入りました。社債の引受けの仕事にいきなり回されてました。ちょうど23年11月に証取法65条が施行され社債引受けが証券の専業となり、24年6月が起債市場再開という時だったので。その後大阪でも2年ぐらいうり、しばらく営業に出ましたが、32年からまた引受けに戻され、30年代、40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60年まで山一証券にいましたが、仕事はずっと債券引受けにからんだことです。

「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1965年に単行本にし、1999年まで、34年間にわたり、市場の変遷に応じて、12回改訂版を発行しました。

木村 私は、昭和36年に山一証券に入社、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、61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。41年1月から国債発行が始まったのですが、そのときに、山一証券で、国債という商品が一つ増えるのだから、債券に1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、2年前まではほぼ40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した……。山一の投信会社で債券の運用責任者として、山一証券が破綻するまで10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6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42年に第1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53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6.1%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った時期がございます。昭和59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31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っ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争を意識した債券の商品性向上など市場整備の足を引っ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10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ったので、私も証券業協会に移り、今年6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41年入社で42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、50歳まで野村の債券部に、60歳まで日本相互証券に、それから3年弱は日本国債清算機関におりました。

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だいているので、ほぼこれに従ってうかがっていきたいと思います。

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31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ということは、金利の自由化を許容することになるのです。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す。

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うのです。

それから、31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うのは電話債券ぐらいのものであったわけで、あまり関心が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うことは、さっき申しました戦後の政策の理念からいってまだ許容されなかったもので、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よ。

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やっぺいこうというふうには、業者や関係者は、考えたわけですよ。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37年の1～3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ちを持ってくるのです。

中島 写真相場はいつ頃まで続きましたか。

後藤 37年の2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、52年の4月頃（4月19日に公定歩合引下げ、6.0%→5.0%）。

佐藤 昭和52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、100万円×日数とびっぴり合うのです。

中島 その前の時期、24年から31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うものがありましたか。電話債がいちばん多かったのですか。

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。ということは、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 24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っ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、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思うのですが、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、債券の売戻または買戻し条件付売買。

中島 51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ょう、その前から。

後藤 30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24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30年前の昭和50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24、25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30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。入ったときからあった」といってました。

小林 歴史的には、戦前期に株式の現先というのは少しあったと読んだことがあります。だから、実態はあったのかもしれない。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しれない。

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っ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、手金がない訳ですからどう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1件1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って、こういう条件付売買があったが、計算式も何もなかったのです。それで、計算式を3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、3通り作ったのです。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、1年ぐらいたらクレームがついたのです。〇〇生命から、同じ銘柄を、他社と全く同じ条件でやったところ山一証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。実態は同じであっても。

内田 半年ぐらいたと期間が長いのがほとんどでしたから、必ず途中1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51年3月の通達からですが、昭和40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60~70%にもなり、債券流通市場は現先市場といってもよかったです。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が、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48年に作成された野村證券の「公社債メモ」では、昭和36年3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、買い手のレートが基準。今、いくら金利水準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。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ったわけですね。

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ってイー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7.3%の時、短期が6.5%であれば年間で80銭下がります。証券会社としては少しでもコストを下げ、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ってしまう。基本的には、現先ファイナンスとさっ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、少しでも簿価を下げたい。長い間引っ張ると、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こと、そういうルールが全くなかったために、51年3月期大手の銀行がそれを悪用したのです。3月に大量の売り現先をして、簿価の10円程度下で、4社に全部均等にやった。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。10円という大きな幅ではないと思うのですが、1円、2円ぐらいの単価調整をもって、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うのです。

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った

だろうと思うのです。

内田 1年後に、国税庁の検査で見つかって、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 51年頃にやったと思いますから、52年頃だったと思います。そして、やった4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るのです。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49年2月までは念書形式でしたが、昭和49年2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48年12月、第1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6銭、21.9%。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21.9%。むちゃくちゃな金利で載っている。そしたら、大蔵省はすぐ4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、それがあつた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のですね。

小林 昭和20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、だけれども承認はしていない。黙認しているというか。

佐藤 51年の3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いましたね。

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13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となります。「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ったけれど、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ったが、ファイナンスという観念はなかった。ファイナンスというのは、むしろ調達する側にはあったと思う。

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。という状況があって、51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ょうか。有価証券取引税の問題は常について回っていましたね。高すぎる。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ど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5月に創設されます。買い現先は、平成7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 50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」が野村証券で作られたのは昭和48年頃だったでしょうか……。

沖津 48年です。

中島 「公社債メモ」の付録を見てますと、逆現の計算式が出ておまして、これが出ているということは、昭和40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。

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40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、売却損をどういうふう回避したのか、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きたいと思います。

加藤 昭和30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、投資家はおおむね取得した直後に含み損がでるという状態で、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れることを約束する、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ない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した。40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ったが、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10%と比較的低水準にとどまったのは、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っとも不利な国債の個人消化拡大に、大変な困難がともなっ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実は、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。50年代のみならず、40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いますがね。それで募集ができた。

私の知るところでは、40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。25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 90%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1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に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カサ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、あの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1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、1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いないのだが、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43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てますから、特別マル優がないと個人消化ができなくなってしまったわけです。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1部のところで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、その前後のお話がうかがえればうれしいのですが。とりあえず昭和36年12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36年1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32年5月、公定歩合を2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

見よう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80%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岩国哲人さんを、佐藤さんにご存じですか。

佐藤 知っています。

後藤 これは、私は36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4社の幹部の昼食会があったのです、引受協会です。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、そこから社債を組み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3社も追随したのです。だから認可日は日興が1月11日、他3社は12日です。

角川 結局、社債の受け皿になるようなものと考えて作られたと。

後藤 大蔵省が証券界に、そういうことを考えたらどうかと言ってきたわけです。

後藤 その前に、30年代の初めから、4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で、それには買戻条件付で社債を売るのが良いということでやってた

わけです。新発債は市場実勢より高く売って行くわけですから。

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い戻すと約束する。これは市場相場によっては買い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36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、4社ともやらざるを得なくなりました。

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の売り買いの範囲内では、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いたのは、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って、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だしたら、知

名度の低い会社では100%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36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36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。36年1～3月に、社債の引受競争が惹起されたのです。というのは1～3月は、募集したものの80%は新発債を組入れなければいけないとされた。1月は4社とも各120億円の募集額だったが、2月、3月になると、野村証券などはどんどん増額となるなど、4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80%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4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。それがさらに引受幹事争いに発展する。それで、80%を固定しているとそういう引受問題に発展するから、まずいというので、大蔵省へ運動し、50%、40%、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ぼんぼん入ってくる。そのカネでこれを

買ってくれとやった。これが跳ね返ったのです。

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5円も10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。36年の秋から37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、大発生したと思ってます。要するに、売りのニーズ、買いのニーズがいっぺ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ニーズがなくてちょこちょこやっていたわけです。公社債投信解約によって売りのニーズがいっぺんに発生して、36年の秋頃から本当の債券流通市場がぱっとできたと認識しています。

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がってれば、うまく、高く売れる。今売れば10円下だが、現先で3カ月泳がせれば、そのときは5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 36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、どれだけの期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、55年3月期です。それだけの今までの経験がありながらも、あのときに、6.1%（ロクイチ）国債が13.5%までなったときは、みな、明日14だとか、15だと言いつす。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。6.1%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。6.1%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、6.1%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申し上げたいのです。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、債券引受けの人間ですが、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7年間は東京の債券部で、大阪に戻って7年、63年9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。相場観を持ってはいるが、売買をやってない。しかし、そのころになって、4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7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2部と第3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。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50年代の、第2部の問題の議論を進めていきたいと思えます。昭和50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50年度の補正予算段階から国債の大量発行が始まり、52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52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50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た。昭和50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、6.1%（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。54年には月に1兆円も債券を買ったのが、55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50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、50年度末で24.7%であったものが、51年度には35.6%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15.0%から12.1%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ドディング・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52年4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1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、5段階にわたって行われました。最後は昭和62年8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した。

(第1次緩和 昭和52年4月 発行後1年経過のもの)

第2次緩和 昭和56年4月 発行後3ヶ月経過のもの

—金融機関のディーリング認可後—

第3次緩和 昭和60年5月 商品勘定分は発行後40日経過のもの

第4次緩和 昭和61年2月 商品勘定分は発行後10日経過のもの、投資勘定分は発行後40日経過のもの)

内田 いちばん最初の、52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す。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4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、40年代でも、引き受けたところはすぐに、全部、国債を売っていたのです。それが生保業界。生保は、50年頃、大蔵省が検査したときにびっくりしたらしい。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ったですね。金融機関が売切りをする、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って名義を変えない、買い方が名義書換えしなければ形式上は持続していたことになる。また52年4月に売却制限を撤廃するときに、発行後1年という制限を作ったのは、それまでの買いオペ対象の国債が発行後1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ます。

内田 買いオペは1年経ったもので、残存1年以上。10年債で見ると、中の8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、1年間は持つべきだ、ということではなかったでしょうか。

加藤 日銀の買いオペ対象を発行後1年としたのには、2つ理由があったと考えられます。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1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った。その例にならい、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、1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、1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、52年の4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を言われたのだが、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だんだんなくなっていったきっかけは、52年4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りましたね。

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。50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、その点をきちんと見ておきたい。

加藤 54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。53年4月に長期国債の発行条件はクーポンレート6.1%（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となった。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54年1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2円50銭も下回った（利回りは6.61%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、54年6月には85円37銭（利回り9.06%）と、発

行後ほぼ1年間に発行価格を14円13銭も下回ったことになります。

要するに、国債の条件改定がタイミングとして相場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56年にありましたよね。シ団の引受拒否で昭和56年6～8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懸念から、条件引上げ交渉は難航し、ついに3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う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、53年4月から54年2月までにわたって、合計8兆8,000億発行された。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55年3月には13.5%、値段ではもう71円か、それぐらいの、発行価格の20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。それ以外的手段は何もないのだと。何回も聞かされてきた。

中島 56年の6月から8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 53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40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。債券市場は電債債、金融債と来て、県債なども売買高が大幅に増えて来ていました。また（第一次オイルショックの）49年と53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なく、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54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 10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、54年から56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。49年度以降の条件改定の回数を見ると、49～51年度の3年間は3回、52～54年度間は9回、55～57年度間は12回、58～60年度間は23回となっており、とくに60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4月には、10年もの長期国債の発行に当たって、その発行額の40%を上限に「価格競争入札」制度が導入されました。残る60%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団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、担当者は、翌月発行されるまでの1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、1回も浮上しなかったら勝ちだということです。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で、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いたことを、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ろと、買わされる。

内田 その発行条件は、私がいろいろと調べて、大蔵省の理財局の内部資料メモがあるのです。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いるから別ですが、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っておったのです。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53年6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

たのだと思っているのです。

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います。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1回債は、私の記憶ではよく売れたのですが、2回債以降は全く売れないのです。金利ベースも変わりましたね。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55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す。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合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、という警戒もあったようです。

木村 だから、中国は3年、2年、4年と出たあと、最後まで5年債は出せなかった。5年利付金融債が長期プライムの基準にもなりましたしね。

佐藤 5年債が発行できなかったのは、利付金融債との競合を回避するためということだったのです。また、当時の割引国債の発行額は、年間2,000億円程度に限定されていました。

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から、ここらを契機に銀行の証券業務、65条問題にからむせめぎ合いも激しくなっていたわけです。

加藤 53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、54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っているにもかかわらず、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、公募入札発行によって発行予定額を確保しようと思えば、中期国債の2年、3年もの利回りが5年、10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 65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60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ったのでしょうか。

木村 もともと銀行と証券の業際問題があって、外国市場での引受競争から国内市場に焦点が移ってきたのですね。フルディーリング開始で銀行と証券の出来高競争はBBの業者間取引で白熱し、たとえば62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を買って、1日現先でやるのです。毎日、1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 10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50年代末のことで、証券4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60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。そのころはもう名目的な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30%以上、中期国債を組み入れないといけないのです。しかし、ルール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ろ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って……、投信法を全部改正したときに、大蔵省の役人がいったのです。今までの行政指導みたいなのは、文書になってないやつは全部なかったものと思って欲しいと。そのときに野村證券がすぐいったのです、大蔵省へ行って。「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。組み入れろとは何も書いてないから、組み入れなくていいですね、と。そしたら、「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なのです。中国が発行できなくなった場合の受け皿になっている。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ろ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。1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つた。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0.1%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うのは日常的にあつたようですね。

内田 MMFを、それもほとんど同じ、やっ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つたのです。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、MMFのレートはいくらだったら売れるのだ、銀行の1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と。無駄な競争をして、1社のファンドが崩れたら、1社がダメになって破綻すれば、一般の投資家から見たら、MMFという商品は全部一緒だと思う。すべてに悪い影響を与えるから、無駄な競争は止めようと。

私が、逐一、大蔵省には報告しておきます。今後こういうことをやります、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MMF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っしゃいませんので、代わりに言いますと、昭和56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つたかというのも、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つたのも良かったかもしれません。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す。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のでしょうか。

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、アキュム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56年10月です。あのときに、低クーポン債はかなり値下がりしてしまったから。

木村 あと、非住居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40億円の取引単位で、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がったりの状態でした。

証券会社のファイナンス

中島 昭和60年代以降になってくると、金融自由化が進んで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ったわけですが、そうすると、昭和60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60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って、ディーラー・ファイナンスの手段ではなかったと思うのですが……。

木村 わりと最近になっては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だったかね。60年以降になると現先一本やりという感じではもうなかった。資金調達も専門部署で行うようになって、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20日、月末の月2回でした。落とし合いで決済されてましたから、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、55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って、最初、額の制限がありました。それがだんだんと広がっていくわけで、一度にコールでファイナンスをやったわけではないですね。アメリカのレボも現先も、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60年以降になると、FB、TB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は減っていました。FB、TB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さ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と。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いっ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1回しゃべったことがあるのです。そのころ……。

中島 昭和58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。60年のときは、1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は。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60年10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や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度合いを加えたといえます。

当初、国債10年ものでスタートし、その後、63年に20年もの超長期国債、平成8年には5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、50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、49年。事業債、電力債。

内田 電力債だな、やはり。ダブルA×9.5%という高いクーポン債が発行されてます。トリプルAで9.5。しかし、現先レートは、当

然10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、9.5の魅力は捨て難い、こんな10何パーセントがこれから10年続くはずがないと思うものの、その頃、9.5でも売れなかったのです。短期金利が10%を超えているときに、10年で9.5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す。そしたら、今の発行値段だったら買うと。今買うよりも、今は10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10年物を9.5の金利で買えば、これはいいなと。

木村 先物については、外圧の影響もあったと思いますよ。先物市場の開設は昭和60年10月ですが、日米円・ドル委員会はその1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11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ではないかと思います。私の印象では外圧を非常に強く感じております。例えば、昭和63年9月6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10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50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60年度には55.7%と過半を記録、その後

も40%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、青いのを店頭並べてあれば、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。

59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、60年に別に2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、62年から格付が適債基準の一部に利用され、平成2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1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、情報はすべてサービスだ。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、一覧表のようなものがあれば非常に分かりやすい」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50年代、60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3部の問題に移りたいと思います。

日本の証券市場は1997年、98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97、98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、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お感じになっておられるか、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、97、98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っ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います。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、債券市場にとっ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、どういう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、非常に簡単で結構なので、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うぎゅう抑えられ、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50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、などあいつめて、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1兆2,000億円もの国債オペを継続して、すでに残高も100兆円ぐらいになっているはずですが。相場は、少しでも金

利が上がりだしたら、先の先まで悪材料を織り込み、下がりますから、普通だったら2、3円の下がりか、その先を読んで、4円ぐらい下がる。100兆以上持って、1割値下がりしたら、10兆の評価損。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10兆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17年度末の普通国債残高は約530兆円であり、そのうち日銀保有が約100兆円ということであるなら、差し引き420兆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520兆円についてみると、国債の平均残高機関は5年4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1.42%であるが、仮に国債市場金利が1%上昇したときの評価損を計算すると、クーポンレートを1.4%と仮定して、その時の市場価格は95円18銭となり、取得価格を100円として、その評価損は4円82銭になる。これを420兆円に掛け合わせると評価損は全体で20兆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、1年以下の短期国債を含めて、残存期間2年以下の比率は35%、このうち短期国債残高は全体の約10%あるので、それを差し引

いた25%、残高全体の4分の1にあたる中・長期国債が2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130兆円になる。仮に市場金利が1%上昇したとすると、その借換債だけで金利負担は年間1.3兆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 50年国債の発行などが考えられているとか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60年間建設国債と決められていますから、60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、3カ月や1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が、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2%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。