

第 3 部 国債発行の開始後

第6章 国債発行の実態

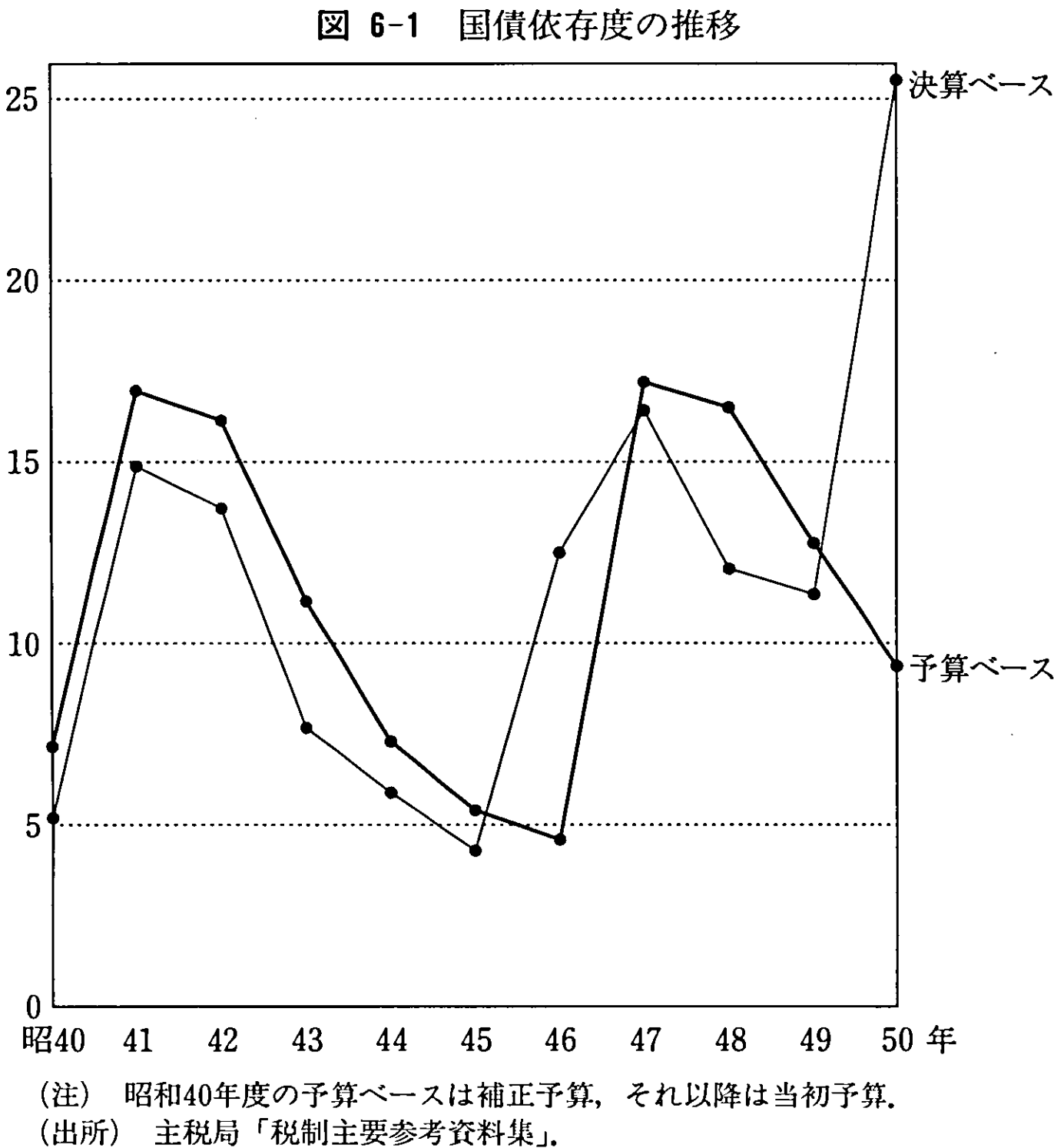
第1節 概 観

戦後、国債は昭和40年不況を契機に赤字国債としてはじめて登場した。次年度の41年度に償還期限7年の建設国債が発行され、本格的な国債発行の時代に突入した。それ以降、国債の発行・管理に関し制度上種々な改革を試み、今日にいたっている。第3部では、国債発行の準備的段階が完了した42年度から48年度までの期間を取り扱う。

この間の国債発行の推移は、図6-1に示した国債依存度の変化によって大ざっぱに把握できる。その変化から2つの期間に分けることが可能であろう。第1が、42～45年度の4カ年である。この期間は国債依存度の低下傾向でも明らかのように、一貫して国債発行の減額が年々図られている。減額の意味は2つある。1つは、前年度と比較して当年度の発行規模を減額することである。もう1つは、当初予算と比較して決算ベースで減額になっていること、つまり年度内減額が毎年のごとく実施されたことである。第2の時期は、46～48年度の3カ年である。これはニクソン・ショック以降の日本経済の変化を反映して、国債発行にも新しい役割が付与されその後の大量発行の先駆けとなった。

この2つの時期を比較すると、明らかに国債規模が圧倒的に異なる。表6-1にこの推移がまとめてあるが、実績ベースでみると40～45年度は2000億～7000億円程度の発行規模であるが、46～48年度は桁が1つ上がり1兆～2兆円の規模となる。財政運営において臨時・一時的な収入から、恒常的な財源に国債の地位が増大したと理解すべきであろう。

事実、年々の予算編成に際し建議される財政制度審議会の報告をみてもその内容に変化がみられる。国債発行に関する見解を抜き出すと、次のごとくなる。



- 42年度予算——「平均的な公債依存度はもっと低くすべきである」
- 43年度予算——「ここ数年の間に依存度を5%以下に引き下げる」
- 44年度予算——「好況時の依存度引下げおよび“すきま率”の拡大」
- 45年度予算——「総需要抑制の見地から公債発行額削減を優先」
- 46年度予算——「5%目標を引き続き堅持」

このような見解から、国債は臨時・異例的な財源なので極力削減すべきだという主張がうかがえる。戦後20年間、長期国債に依存せず維持されえた均衡予算原則から、発想を転換させるのが困難であったといえる。ところが46年度中にニクソン・ショックを経験し、このような発想から離れ国債そのものの意義を認めざるをえない状況に変化してきた。つまり、

47年度——「1. 景気回復のため多額の発行やむなし、2. 建設国債、市中消化の両原則堅持、3. 公私両部門間の資源配分、世代間負担の是正と

表 6-1 国債発行の推移(予算・実績比較)

(収入金ベース, 単位: 億円, %)

区分 年度	当初予定			補正後			実績		
	計	シ団	運用部	計	シ団	運用部	計	シ団	運用部
40	7,300	7,000(95.9)	300(4.1)	2,590	1,200台	1,300台	1,972	1,085(55.0)	887(45.0)
41	8,000	7,700(96.3)	300(3.8)	7,300	7,000(95.9)	300(4.1)	6,656	6,656(100.0)	—(—)
42	6,400	5,900(92.2)	500(7.8)	7,310	6,810(93.2)	500(4.1)	7,094	6,110(86.1)	984(13.9)
43	4,900	4,600(93.9)	300(6.1)	4,777	4,375(91.6)	402(8.4)	4,621	4,375(94.7)	245(5.3)
44	4,300	4,000(93.0)	300(7.0)	4,500	4,200(93.3)	300(6.7)	4,126	3,826(92.7)	300(7.3)
45	4,300	4,000(93.0)	300(7.0)	3,800	3,500(92.1)	300(7.9)	3,472	3,172(91.4)	300(8.6)
46	19,500	17,000(87.2)	2,500(12.8)	12,200	9,500(77.9)	2,700(22.1)	11,871	9,172(77.3)	2,700(22.7)
47	23,400	18,700(79.9)	4,700(20.1)	23,100	18,700(81.0)	4,400(19.0)	19,500	17,000(87.2)	2,500(12.8)
48	21,600	17,400(80.6)	4,200(19.4)	18,100	15,100(83.4)	3,000(16.6)	17,662	14,722(83.4)	2,940(16.6)
49	20,000	15,800(79.0)	4,200(21.0)	21,600	17,400(80.6)	4,200(19.4)	21,600	17,400(80.6)	4,200(19.4)
50				54,800	46,400(84.7)	8,400(15.3)	52,805	44,405(84.1)	8,400(15.9)
				{ 4条債 31,900 特例債 22,900 }	{ 27,025 19,375 }	{ 4,875 3,525 }	{ 31,900 20,905 }	{ 27,025 27,380 }	{ 4,875 3,525 }

(出所) 大蔵省資料Z598-13-1.

いう観点を重視」

48年度——「社会資本を充実し、公私両部門間の資源配分を是正」

この後半の時期は、量的のみならず質的にも国債発行のあり方を大きく変えた点で重要である。いわば50年代の国債の大量発行、多様化の準備段階にあったといえよう。

48年度までの国債発行はまだ準備的な色彩をもち、本格化した50年代と比較するとその発行の形態はまだ素朴な段階にとどまっていた。この期間の特徴を次の4点にまとめることができよう。

まず第1に、年々の国債発行は47年度まで新規の発行つまり新発債のみに限られていた。当初、7年の長期国債を発行していたため、48年度にはじめて借換えの必要が生じ、それ以降毎年の発行は新規分と借換え分とが並存することになる。

第2が、4条債つまり建設国債の発行のみであった。初年度の40年度にこそ例外として特例債つまり赤字国債が発行されたが、51年度までそれは再び姿をみせることはなかった。したがって40年代の公債発行は、建設国債のみに限定されていた。

第3に、注目すべきことは発行方式がシンジケート団(以下、シ団)および運用部引受けに限られていたことである。この2つの機関の引受けは、53年度補正予算ではじめて1兆円の公募入札が行われるまで継続した。表6-1から明らかのように、41年度こそシ団引受けが(実績)100%であるが、その後減少する傾向にある。つまり逆に資金運用部引受けが増加を示している。とりわけ当初予算の段階ではこの傾向が明確にうかがえる。

資金運用部引受けは、国債発行が本格化した41年度に当初予定で4.1%であった。ところがこの比率は42年度にいったん3.8%に低下し43年度に7.8%に上昇し、その後毎年の変化はあるが基本的に増大を示している。48年度には20.1%まで、そのウェイトを高めている。これらの数値は、明らかに実績とは毎年異なる。とりわけ、予算と実績の運用部引受けの比率は、42、46年度で大きく乖離している。これは資金運用部引受けが、年々の国債発行で問題になったことを示唆している。この2つのルートのみによる国債発行は、53年度の公募入札の導入まで継続した。

第4に、国債は長期利付国債のみが発行されていた。はじめは7年の長期国債であったが、46年度に10年のものが発行され、それ以降それに切り替えられた。発行される国債の種類が多様化したのは、50年代に入ってからである。51年度に5年の割引国債が発行され、さらに53年度に3年利付債が公募入札、2年利付債が資金運用部引受けで導入された。かくして償還期限の長短、利付債あるいは割引債の区別が生じてきた。50年代と比較し、40年代の国債の種類はきわめて限られていた。

第2節 国債減額の時代

1 昭和42年度の国債発行

昭和41年1月に国債の発行が始められ、その後発行・消化に関し41年度は比較的順調に推移した。ところが42年度の国債発行を検討しだす頃から、景気動向など客観情勢の変化もありいくつかの問題が生じてきた。発行当初の過渡的な時期も終わり、財政運営上、国債発行も本格化し主要な地位を占めるにいった。とりわけ国債政策2年目に入るため、当時福田財政の真価が問われるという視点が財政当局には濃厚であった。

41年10月の段階で、明年度名目成長率12.4%と見込まれ景気は上昇局面をたどり、国際収支の減少も相まって過熱が心配されていた。財政当局によって次のとき、見解がだされていた。¹⁾

現在、景気は順調に上昇しつつあり、明年度においては、民間投資も動きだし、場合によっては過熱の様相を示すことも予想される一方、国際収支の天井は今年度よりかなり低くなると見込まれる。制約条件の1つである物価の方は、やかましくはいわれても結局決め手にはならないが、国際収支の方は、とくに下期以降、直接の生命とりとなるおそれが十分ある。

かくして次の2点が、42年度の国債発行に関し争点となってきた。

- (1) 41年度の景気回復促進の一本槍と異なり、安定成長の確保がより重要となり財政運営にもおのずから控え目な対応が要求される。
- (2) 国債依存度は、節度ある財政運営、景気中立型の42年度予算を目標とするなら16%程度に引き下げるべきである。

このとき試算されていた予算および国債発行規模は、表6-2のごとくであった。41年度並みに16.9%の依存度をとると8000億円を大幅に上回るが、42年度はこれをかなり縮小させることを当初から企図していた。かりに16.0%とすると、8000億円を切ることになる。

と同時に、国債消化にあたり景気上昇局面を加味すると民間資金をクラウド

表 6-2 一般会計規模と国債発行額 (単位：億円)

公債依存度		16.9%	16.5%	16.0%	15.5%	15.0%
規模	%					
49,800	伸び率 (15.4)	8,416	8,217	7,968	7,719	7,470
49,700	伸び率 (15.2)	8,399	8,201	7,952	7,704	7,455
49,614	伸び率 (15.0)	8,385	8,186	7,938	7,690	7,442
49,600	伸び率 (15.0)	8,382	8,184	7,936	7,688	7,440
49,500	伸び率 (14.7)	8,366	8,168	7,920	7,673	7,425

(出所) 大蔵省資料 Z 24-95-1.

アウトする懸念も出はじめていた。これに関し、41年度と比較して42年度の国債消化の問題点は次のごとく整理される。²⁾

消化面からみた国債発行額

- (1) 41年度国債の消化については、金融機関引受分、個人消化分共に概ね順調に進んでいる。

まず、金融機関の引受けであるが、これが順調に推移している背景としては、

- (イ) 民間企業の資金需要は乏しく、しかも手元流動性が高いために、借入意欲は停滞し、この結果、金融機関の資金繰りにゆとりがあること。
- (ロ) 日銀では、(中略)買いオペを中心として、積極的な金融緩和基調をとっていること。
- (ハ) 消化の大宗である都銀では、40年末より国債消化に備えて、手持証券を売却し、資金ポジションの改善をはかってきたが、41年度上期も引き続き多額の債券売却を行ったこと。(中略)

一方、個人消化面においても、証券会社の新規筋の開拓等の営業努力により予期以上の成績をおさめている。

- (2) このように現在までは、国債消化は順調に進んでいるが、翻って42年度国債の消化環境を考えると、現在のような状態が、次年度も持続するとみるのは早計であり、むしろ悲観材料はきわめて多い。
- (3) まず、金融機関について検討するに42年度においては、
 - (イ) 景気上昇局面にあるため、企業の資金需要が活発化し、国債消化と直接競合すること、今後設備投資需要が本格化したときには、特に民間資金需要優先の声が強まるものと思われること。
 - (ロ) 従来からの景気上昇期の常として、最も早期にしかも強く資金ポジションが悪化するの、国債引受けの大宗である都銀であること。しかも手持証券

の売りは一巡しており、42年度は、従来のような手持証券の売却による資金繰りは望めないこと。

- (イ) 相互信金等においては、コール金利の低下により、已むを得ず採算割れの国債を引き受ける向きがあったが、今後民間資金需要の活発化に伴いコール金利の上昇があれば、これらの金融機関は国債引受けに難色を示す恐れがあること。

等の悲観材料がある。(……中略)

以上のような点から判断すると、42年度国債については消化面において41年度の消化額を上まわるための好材料は極めて乏しく、かりに8000億円の国債を全額市中消化すると、財政当局としては、相当の努力を覚悟する必要がある。

このような国債消化問題と併せて、42年度の発行規模に関し早くも国債償還の問題が議論されだしている。財政当局の次のごとき指摘が注目されよう。³⁾

国債の償還能力

- (一) 40年度の歳入補てん国債をその償還期限到来時において全額現金償還しようと考えれば、償還期に当る47年度の景気状況を具体的に見込み得ない以上、それに備えて42年度から償還資金の準備をすべきであろう。
- (二) 国債発行の対象を有料道路建設の場合のような償還財源と直接的な結びつきのあるものに限定する必要はないにしても、少なくとも、償還財源又は償還の資力を直接間接に生み出しうるようなものに限定していく態度は是非必要であろう。

その他の要素

- (一) 42年度においては、大量の既発行国債が満期到来し、その償還財源の確保、借換の可能性等が大問題になりつつある際、償還計画に関する今国会の論議の経緯からみても、新規国債の発行額を安易に増加する態度はとるべきでないと考ええる。
- (二) 弾力的な財政運営、フィスカル・ポリシーの導入等の理念からすれば、景気が上昇過程にあると考えられる42年度においては、当然に財政規模、従ってまた国債発行規模の増加については、慎重になるべきである。

41年末に42年度予算編成方針が、国債発行額8200億円と決められた。ところがこの発行額は、その後の自然増収の見積り増加もあって福田蔵相の強い希望から200億円減額され、8000億円と決められることになった。この間の経緯は、42年2月17日の大臣発言要旨と20日の閣議了解で次のごとく示される。⁴⁾

大臣発言要旨

42.2.17

(経済の基調)……略

(国際収支の動向)……略

(昭和42年度予算編成に臨む政府の姿勢)

政府は、このような情勢下において昭和42年度予算編成に当たるのであるが、その際、財政がいかなる姿勢をとるかは、各方面から注目されていると思われる。本来、財政には景気に対して調整的に働くという景気調整機能と、国民福祉の計画的な開発という資源配分機能とがあるが、この両者の間に正しいバランスをとっていくことが大切であると考ええる。景気調整機能を重視すれば、この際減税幅の圧縮や歳出の縮小を図るという方法も考えられるが、現在の段階では、資源配分機能の重要性をも充分考慮に入れて、予想される税収の伸びを減税幅の拡大や歳出規模の拡大に充てずに、全額公債発行予定額の減額に充てることとするのが適当であると考ええる。

このような観点から昭和42年度については、税の自然増収が昨年末の見積りより200億円程度増加すると見込み得るに至ったので、これを全額国債発行額の削減に充て、昭和42年度の国債発行限度額を8,000億円(市中消化予定7,700億円)にとどめることにした。

実際に42年度に入り、国債が発行されだしたが各四半期ごと、また各月ごとの発行額が問題になりだした。42年度の市中消化分は、当初、7600億円(額面)と見込まれそれを上期と下期で3800億円ずつ二分する案となっていた。ところが、第2四半期の発行額を検討しはじめる頃より、日銀、市中銀行を中心に次第にその減額が話題になりはじめた。具体的には、次の3つである。⁵⁾

- (1) 年度間発行予定額自体の早期減額
- (2) 運用部の一部肩代りによる市中予定分の減額
- (3) 市中上期予定分の一部下期繰延べ

このような要求が高まってきた背景には、2つの原因がある。第1に、民間の資金需要が徐々に出はじめ市中銀行がきたるべき将来の貸出増に備え、国債を敬遠しだしたこと。第2に、財政の揚超傾向が前年度を上回りはじめまた相当額の自然増収が出ると考えられはじめたことによる。

結局この問題は、財政当局も次第に減額の方角を打ち出すことになる。42年6月の段階で、次のごとき意見が登場してきた。⁶⁾

政府として剰余金を出すような無駄な国債発行は行わないという原則をとって

いる以上、早期に自然増収見合いの国債減額を打出せないか。補正後において相当額の自然増収を生じ、国債減額を行うことになるのであれば、早期に世の中に示した方が対日銀、市中との雰囲気改善する効果があると思われるがどうか。

その後、42年度下期の発行額の決定にあたり減額は現実味をおびてきた。とくに将来の財政運営のあり方を考えると、減額できるときに思いきって減額すべきだとの主張が有力になってくる。この背景には自然増収の増大、資金需要増による市中消化の困難さなどが生じてきたことによる。と同時に、43年度の国債発行規模を合理的に圧縮するためにも、42年度中においても相当程度の減額が必要と考えられた。

このように国債発行にやや円滑さを欠いてきたことにより、42年の秋から暮れにかけていくつかの新しい提案が姿をみせはじめた。⁷⁾

- (1) 年度末の発行調整つまり出納整理期間中の発行
- (2) 個人消化の促進
- (3) 発行条件の改定
- (4) 資金運用部引受けの拡大
- (5) 手数料の増額

これらはいずれも、国債発行が軌道に乗りだしてからの重要な問題である。年度間を超える問題でもあるので、章を改めて後で論じることにした。

42年度に入り国債発行下における予算編成のあり方が、真剣に討論されだした。これは40年代においてその後一貫して採用された国債減額、財政健全化へ向けての布石となっている。大蔵省官房調査企画課は、「国債発行下における予算編成の新しい考え方とその問題点」(42年9月22日)において次のごとき問題提起を行っている。⁸⁾

国債発行下における予算編成の新しい考え方とその問題点

42.9.22

官・調

1. 考 え 方

国債発行政策の導入以来、財政政策は金融政策とならんで景気政策の主役となったが、今後は、予算のフレームワークの内容及び作成手順について、次のように考え方を改める。

- (1) 42年度予算の国債依存率は高過ぎるので、その水準を漸次引き下げる。そ

の最終目標としては、5%程度を考える。そのため国債を削減できる環境にある間に、できるだけこれを下げ、不況の年は、依存率を若干高めることを繰り返す。

- (2) とりあえず43年度予算においては、国債依存率を一定率引き下げることとする。この率としては4%程度を考えてはどうか。この率は、国債を削減できる環境が2～3年は続くとの前提から割り出された数字であり、この期間が短くなればこの数字も大きくならざるを得ない。
- (3) 景気を上昇させるために特に歳出を増したり、減税をしたりする考え方は、今後は原則として放棄する。
- (4) 予算のフレームワーク作成作業は、例えば国民所得又は国民総生産の中期的な平均伸び率及び税収の平均弾性値をガイドポストとして、税の自然増収等を見積ることから出発する。43年度のガイドポストとして、国民総生産の伸び14.5%税収の平均弾性値1.42をとれば、税収の伸び率は20.6%、自然増収見込額は7,900億となる。
- (5) フレームワーク作成作業の当初に、先ず国債依存率を一定率、例えば4%下げることと決定し、自然増収見込額からアブリアリに、これを差し引くこととする。
- (6) これを差し引いた残額から出発して、主計、主税両局は、歳出を増加すべき金額と減税にあてられる金額を協議決定する。
- (7) 主計局は、このようにして決められた予算規模に基づいて査定作業を行ない、主税局は、このようにして導き出された減税規模を前提として税制改正作業に着手する。……略
- (8) 年末に至り43年度の景気情勢が具体的に見通せるようになった時点で、最終的な税収見積り作業を行なう。この場合、当初見積りとの間に増(減)差額が生じれば、その金額(地方交付税相当額を除く。)を国債の減(増)額にあてる。

2. 利 点……略

3. 問 題 点……略

この発想は、50年代に入り財政再建が本格化、「財政の中期展望」が作成されるようになったとき、実際に採用されることになる。かかる点、十数年前からこの種の発想が出ていたことは興味ぶかい。

〔注〕

- 1) 「42年度の国債発行規模についてやや詳細な検討」(昭和41年10月25日理財局)(大蔵

- 省資料 Z 24-95-2)。
- 2) 同上。
 - 3) 「42年度国債の発行規模について」(昭和41年4月13日理財局)(大蔵省資料 Z 24-95-2)。
 - 4) 「42年度国債の200億円減額について」(大蔵省資料 Z 24-99-1)。
 - 5) 「第2・四半期における国債発行(案)」(昭和42年6月6日理財局)(大蔵省資料 Z 24-99-2)。
 - 6) 「第2・四半期の国債発行計画について」(昭和42年6月12日理財局)(大蔵省資料 Z 24-99-3)。
 - 7) 「当面の国債発行問題について」(理財局)(大蔵省資料 Z 597-3-1)。
 - 8) 大蔵省資料 Z 597-3-2。

2 昭和43年度の国債発行

昭和42年度に議論となった国債減額問題は、43年度の下半期発行額を決定する頃から次第に本格化することになった。43年7月の段階では、国債消化に関し関係者の姿勢は、次のごとく整理されている。¹⁾

金融界——発行量が多すぎるとの基本的な考えに従い、金融引締め解除が見込まれる状況にかかわらず減額要請を行うことは間違いない。

証券界——少なくともシェア10%達成が可能なまで減額されれば、これにこしたことはないという点で共通している。表向きの公式意見では、10%維持ということになっているが、1000億円程度の減額がなければその達成が無理であることは間違いない。したがって、相互額の減額見通しが立たない場合には、意外に早く10%を give up するかもしれない。

日銀——国債発行に伴う財政膨張等の影響が金融政策へシワ寄せされることを極端に警戒しているので、減額を強く要求してこよう。

このような関係者の減額要求の理由をまとめると、次の5通りに大まかに分類されていた。

(1) 円滑消化論——シ団要望受入論

端的に言えば、シ団からの減額要請が強いにもかかわらず、これを拒否すると今後の引受交渉が円滑にいかなくなるという考え方である。

(2) 証券シェア維持論——窓口販売回避論

証券シェアの10%維持が困難になった際は、銀行等の窓口販売に追い込まれる可能性がきわめて強い。

(3) 44年度発行量圧縮に対する援護射撃論

(4) 証券オペ増額論——日銀に対してのみ早めに減額のメドを伝え、これと引換えに当面の証券オペを減額させ証券界の10% give up 論を抑えようとする考え方。

(5) 剰余金回避論——国債発行下において剰余金の発生を極力避けることは当然であり、このようなルールは従来からも守られている。

以上のごとき事情を背景に、減額の必要性は次第に認識されるようになってきた。このための基本認識を次の4点にまとめている。²⁾

1. 財政の体質を強化し、柔軟性を高めるため、常に国債発行額の圧縮に努めることが重要である。公定歩合が引き下げられ民間の経済活動が拡大すると予想される状況においては、減額の絶好の機会である。

とくに今回の引締め解除の場合は、内外の経済金融情勢からみて、その後の財政金融政策の運営に当っては、警戒的態度を堅持する必要がある。

2. 財源的にみても、過去の状況から判断すると、ある程度の減額は可能であると考えられるし、場合によっては、資金運用部資金および出納整理期間払込による調整を考慮する余地があろう。

3. 国債が市中消化の原則にもとづいて発行されるべきことはいうまでもない。現時点で引締めが解除される場合、資金需要が増加する可能性が強く、国債引受けの大宗を占める都市銀行の資金ポジション改善はさほど期待できないのではなかろうか。

このような情勢を背景として、シ団は43年国債発行額の再検討を要望している。

4. 債券市場は、引締め解除を見越し、全般にかなりのテンポで上昇しているが、その中にあって、国債は、発行価格を割り込んだまま低水準で推移している。これは基本的には、国債の需要関係が依然として改善されていないことを反映しているともいえよう。

また、証券会社の引受けシェア10%は、市中消化のシンボルとして維持すべきであるが、現在の市場環境を勘案すると、今後の好転を見込むとしても、当初の予定額達成はきわめて困難である。

(注) 証券会社のシェア10%が達成されない場合は、銀行、郵便局での窓口販売等の困難な問題が再燃する公算が大きい。

しかしながら、基本的に減額を行うとしても実際には資金運用部へのシワ寄せが心配されだしていた。³⁾

資金運用部へのシワ寄せ

減額予定額に相応する増収、不用が見込めない場合、その差額は資金運用部で肩代りせざるを得ない。資金運用部の原資状況からみて肩代りが無理とは思われないが、運用部肩代りの論理からいって、43年度の場合は筋違いであると考えられる。すなわち、運用部肩代りは当初予測し得ないような客観情勢の変化があった場合に、財源上の必要額と環境変化を調整するクッションとしての機能を有すべきものである。もし、調整の必要が認められない状況の下で、肩代りを行なえば、これが翌年度の運用部当初引受額の基準になり、国債発行に対する市中消化の歯止めが働かなくなる危険がある。

だいたい、年度内国債発行額は減額の方で固まったとして、その具体的規模および公表の時期が次の問題となった。43年7月の段階では、当時主計局の主張していた総合予算方式を前提に、自然増収および歳出不用額の見込額ということで固めにみて500億～600億円程度が考えられていた。金融界、証券界の希望する1000億円とは、かなりギャップのある額であった。いくなれば、具体的に減額規模を決定するにあたっては、財源見通しと市中消化能力の2つが条件となっていた。

減額の公表時期として、夏の段階では12月が考えられていた。というのは米価、公務員給与改定問題を控えており、財源問題が微妙な時期であったからである。と同時に、年度半ばでは剰余金見通しも非常に困難であったという事情も反映していた。そこで12月に開催される国債発行等懇談会が、1つの時期であるとみなされていた。

43年度の発行額をめぐる以上のごとく具体的に議論が行われたが、この頃から次第に長期的な視野からの減額の必要性が高まってきた。それに關し次のような見解が注目されよう。⁴⁾

国債については、依存度をここ数年の間に5%台にまで低下させるという政府の基本的姿勢がある。

その理由として政府が挙げているものは、

- (イ) 将来一旦深刻な不況が訪れた場合には、金融面からの景気浮揚が困難であり、どうしても財政面からのテコ入れが必要となるであろうが、その際現在のよう

な公債依存度では動きがとれないこと。(フィスカル・ポリシーの将来における有効性確保の見地)

- (ロ) 財政の健全性確保の見地から国債の発行が租税に比べれば安易な財源調達であるだけにともすれば濫に流れ、財政の膨張を招きやすいが、それが結果として経済の安定成長を損うに至るばかりでなく、国債残高の累増をもたらし、将来の元利払負担を飛躍的に増大させるものであり、特にわが国のように財政支出に対する需要が強く、景気局面の如何にかかわらず財政の膨張圧力が強く働くような政治的風土のもとでは、国債発行規模は機会あるごとに極力圧縮するよう常に努力しなければならない。

- (ハ) 諸外国の公債依存度に比してわが国のそれは著しく高い。

以上の見解からは、当時の国債発行に関する財政当局の姿勢がうかがえて興味ぶかい。

このような減額要求は、次第に43年度下半期の国債発行額の決定をふまえ現実的になりその規模も拡大してくる。9月に入り減税規模も、「自然増収の見込みにもよるが、最低1000億円、できれば1500億円とすること」⁵⁾となり、態度も固まってくる。このような状況を反映し、表6-3では下半期予定を関連させ43年度の減額も0～2000億円の5案が作成されていた。

このような対応の変化は、次の減額の目的という3点で説明されよう。⁶⁾

(1) 財政の民間経済に対する警告

短期的には、予想される金融面の再緩和(貸出規制の緩和、解除および公定歩合の再引下げ)に備え、減額を行うことにより、財政面からの有効需要拡大を抑制する。そのほか、民間経済に対する心理的效果も期待される。

より長期的には、44年度予算を警戒的に(規模の抑制、国債発行量の削減)編成しうるような環境を作ることに役立たせる。

(2) 総合予算主義の堅持

歳入増加等が歳出財源に充てられることのないよう、自然増収が見込まれる場合は、早めに減額を行う。

(3) 剰余金回避

国債利子を負担する一方、大量の剰余金を発生させることは好ましくないので、自然増収が見込まれる場合は、減額を行う。

なお、国債発行下で大量の剰余金を発生させることは、財政法4条の公

表 6-3 国債の10月発行下半期予定(案)

43. 9. 4
理・国債
(単位：億円)

区分 年度	当初発 行予定	上半期 実 績	下半期 予 定	下半期月別								備 考		
				10月	11月	12月	小計	1月	2月	3月	小計		出納整 理期間	総 計
42年度	7,800	3,400	*3,500	600	1,000	200	1,800	400	100	200	700	300	2,800	*3,900-100 (運用部肩代 り)-300(7月 減額下期分)= 3,500(下期分)
43年度	6,000	2,600	3,400	700	1,200	200	2,100	500	200	300	1,000	300	3,400	
(1) 減 額 0			2,700(A)	600	900	200	1,700	400	100	200	700	300	2,700	
(2) 減 額 700			(B)	500	900	200	1,600	400	200	200	800	300	2,700	
(3) 減 額 1,000			2,400	500	800	200	1,500	300	100	200	600	300	2,400	
(4) 減 額 1,500			1,900	400	700	100	1,200	200	100	200	500	200	1,900	
(5) 減 額 2,000			1,400(A)	400	500	100	1,000	100	100	100	300	100	1,400	*証券会社引受 分のみ
			(B)	400	500	100	1,000	200	* 50	* 50	300	100	1,400	

(出所) 「国債の10月発行額と下半期発行予定について」(大蔵省資料 Z 597-6-1).

共事業費等の財源に充当する場合にかぎり国債発行を認めている規定に抵触する懸念がある。

このように次第に固まってきた国債減額を、いつ公表するかが次の大きな問題となった。政治問題とも関連し、結局11月26日の閣議で、1000億円減額することが了承され公表された。

そして年が明け、1月に入ってから自然増収の見通しもついたことから再減額500億円が1月28日に公表された。そのおり、福田大蔵大臣によって、定例閣議で次のごとく報告がなされた。⁷⁾

さきに国債1000億円減額の措置をとったが、その後自然増収見込みが2400億円になり、税額収入も若干の増収が見込まれるので、現在の市中発行予定残額600億円のうち、概ね500億円はとりあえず発行を留保したい。

この再減額でほぼ43年度発行額が決まったわけだが、最終的な額が確定したわけではない。その後の補正金額、自然増収の詰めあるいは節約金額の詰めなどにより、発行額は若干変更される余地も残されていた。

(注)

1) 「43年度の国債減額問題について」(昭和43年7月18日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-2)。

2) 「43年度国債の減額について」(昭和43年8月1日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-3)。

3) 「43年度の国債減額問題について」(昭和43年7月18日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-2)。

4) 大蔵省資料 Z 597-6-4。

5) 「本年度国債の減額に対する理財局の態度について」(昭和43年9月4日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-5)。

6) 「43年度国債の減額について」(昭和43年9月11日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-6)。

7) 「43年度国債の減額をめぐる経緯」(理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-7)。

3 昭和44年度の国債発行

44年度の国債発行規模を決定する時期から、これまでの発行量は過大であるとの見解がではじめた。この点に関し、

(1) 市中消化能力の限界

(2) 国債依存度——財政負担の限界

の2点が指摘されていた。¹⁾(2)は景気調整機能の喪失、国債費の増大という月並みの議論にすぎないが、しかし(1)について、具体的なデータで市中消化の実態を分析しており、きわめて興味ぶかい。

国債発行の規模が市中消化能力を超えている証拠として、次の点が挙げられている。

シ団から金融の繁閑とはさほど関係なく、絶えず減額の要請があり、発行予定額の削減を余儀なくされている。しかも、この減額発行すら1年後の日銀買オペ見越しに支えられて、辛うじて消化されている実情である。

そして(注)として、日銀オペの状況について次の数字を示している。

(注) 42年度国債(シ団分)の減額(額面)と日銀買オペ				
億円				
当初予定 (1)	7,800			
運用部肩代り	700	(6月 200+年度末500)		
発行減	900	(7月 700+年度末200)		
出納整理期間払込	300			
小計(2)	1,900			
	引受額(除証券生保)	42年度オペ額	比率%	
実績(1)-(2)	5,900	5,098	5,640	110.6

この数字から明らかなことは、42年度国債のシ団引受額5098億円を上回る5640億円が買いオペの対象になっているという事実である。もしこのような買いオペが存在しなかったら、市中の引受額の削減要求はもっと強くなっていたはずである。²⁾

証券会社を通じる市中消化のルートはもっと深刻な状況にあった。この状態はまず表6-4で示され、次のごとき説明がなされている。

市中消化額の1割にすぎない証券会社引受分について、昨年8月以降売残りが発生し、これに対処するため、本年に入ってから、相次いで条件改定、別枠非課税、5万円券発行等の個人消化促進対策を講じたにもかかわらず、今なお、売残りが解消するまでには至っていない。

さらに表6-5で示されるように、証券会社(16社)の保有残高は増加傾向をたどっていた。この状況は次のごとく説明されている。

しかも、証券会社としては、1割のシェアを維持するためかなり無理な販売を行っており、これが証券会社にハネ返って来る結果になっている。売残りと

表 6-4 証券会社引受額と売れ残りの推移 (単位：100万円)

月別 区分	42.8	9	10	11	12	43.1	2	3	42年 度計	4	5	6	7
引受け	5,400	5,400	4,500	4,000	4,000	3,300	2,900	3,800	59,000	4,200	4,000	4,100	4,100
売残り	164	467	437	448	412	750	118	111	2,908	216	177	59	

(出所) 「44年度国債発行量について」(昭和43年7月12日理財局)(大蔵省資料Z597-6-8)。

表 6-5 証券会社(16社)国債保有高推移 (単位：100万円，%)

年月	自社保有高		買戻し条件付残高		計	
	金額	%	金額	%	金額	%
42. 8	7,690	49	8,027	51	15,717	100
42. 9	9,296	51	9,057	49	18,353	100
42.10	10,724	50	10,944	51	21,668	100
42.11	12,582	67	6,180	33	18,762	100
42.12	14,027	62	8,784	39	22,811	100
43. 1	18,943	65	10,355	35	29,298	100
43. 2	15,375	59	10,762	41	26,137	100
43. 3	12,302	48	13,391	52	25,693	100
43. 4	11,158	39	17,386	61	28,544	100
43. 5	14,087	43	18,653	57	32,740	100

相まってこのハネ返りが証券会社の手持ちを増大させている。昨年2月以来、証券会社に対する国債買オペは300億円余に上っているにもかかわらず、最近の手持ちは、買戻し条件付売却を含めた実質的金額でみると、主要16社で300億円を超すに至っている。しかも、その手持額は次第に増加する傾向にある。

このような国債の過大発行——市中消化の困難をうけ、44年度発行規模は早々にその縮小が打ち出されていた。43年7月の段階では、

- (1) 国債依存度を7%程度に下げる。
- (2) 44年度発行量は、43年度実績見込みを大きく下回らす必要がある。
- (3) 証券会社はシェアの維持、拡大に努力する。

とし、最終的な発行量を額面でシ団分5000億円、運用部αでやむなしと考虑していた。この規模なら、証券シェア10%の達成が可能と見込まれた。

43年度予算から、歳出の当然増を憂慮する財政当局によって財政硬直化打開のキャンペーンが始まった。財政制度審議会が積極的にイニシアチブをとり、

44年度予算編成に関しても財政硬直化との関連で種々な提言を行っている。その中で、国債政策の確立を訴え国債減額の必要性を主張している。³⁾

41年度以降の公債政策の経験に顧みると、不況期に公債を増発することは容易ではあるが、逆に不況に備えて好況期にこれを削減することは、わが国の場合歳出増加や減税の要望が強いことなどによって相当の努力を要することである。財政の景気調整機能を十分に発揮し、併せて財政体質の改善を図るために、政府は経済が好況に立ち至った場合には、必ず公債発行額を削減するという公債政策の原則を確立する必要がある。44年度においても前年度に引き続き極力公債発行額の削減に努めるべきである。これによって初めて財政の節度を示すとともに、国民の信頼を得ることが出来るものとする。

とりわけ44年度の税収は、高い成長率が期待されるだけにかかなりの規模になると見込まれていた。そこで財政制度審議会では、この財源が大幅減税に回ることをおそれ早々に次のごとき主張を打ち出していた。

44年度は財政体質改善をはかる時期である。来年度予算の編成においては税収増を優先的に公債減額に向け、公債依存度を大幅に引き下げることを最大の目標とすべきである。⁴⁾

国債減額の議論と関連して、注目されだしたのが資金運用部の国債引受けの是非であった。そもそも発行当初から、シ団に加えて運用部も引き受けという制度はシ団のみに負担を押しつけずに、国も応分の痛みを分かち合うという発想にもとづいていた。しかし発行後5年も経過すると、運用部の国債引受けの制度が恒久化することに懸念が表明されだした。運用部の国債引受けは、理論的には国民の貯蓄による国債引受けであり、日銀引受けとは性格を異にするとはいいながら、いわゆる「市中消化の歯止め」がきかず、ズルズルと無制限に財政規模が増大する危険をはらむという意味で警戒すべきである。そこでできればゼロが望ましいといった見解がみられるようになった。⁵⁾

しかしながら現実にゼロにすることは難しく、その後例年どおりの線で新規国債の運用部引受けの額が決められていった。この間の事情を次のように説明している。⁶⁾

- 1 新規国債の運用部引受けは、その経緯からみて、シ団引受けに対する潤滑油的性格を有するものであり、いたずらに観念論をふりかざすことは適当でない。44年度においてもシ団引受けの調整措置として、ある程度の額を引受けること

が好ましい。

- 2 運用部引受けの額は、44年度国債の発行額、シ団引受け期待額とも関連するが、
 - (1) 44年度国債はかなり圧縮される見込みである。(全額シ団引受けとしても、43年度1000億円減額後のシ団分を下回る。)
 - (2) 運用部原資は、かつてないほどの窮屈な状況にあることが一般に知られつつあることから、43年度の500億円を下回らせる理由はある。
 また
 - (3) 発行額、運用部原資事情、さらには金融情勢等に応じ、運用部引受額は減らすこともあるべし、とのルールを確立するためには、むしろ500億円より減らすべきと考える。
- 3 運用部引受けの具体的金額は、次表のとおり、過去の約束不履行は42年度で清算済みと考えられること、また、44年度は金融上の特に困難な問題は予想されないことを勘案し、過去3年間の当初予定に対する運用部引受シェアの平均値を基準とすると、一応300億円程度がメドとなる。

運用部引受けの予定の実績					(単位：億円、%)
	40年度	41年度	42年度	43年度	計
発行予定(A)	2,590	7,300	8,000	6,400	24,290
うち シ団	1,200台	7,000	7,700	5,900	21,800
〃 運用部(B)	1,300台	300	300	500	2,400
運用部引受実績	900	0	1,000	500	2,400
(B)/(A)	50.2	4.1	3.8	7.8	* 5.2

(注) *は40年度を除いた単純平均である。

- 4 剰余金調整により、43年度運用部引受未済が生ずる場合は、未済額を44年度予定分に上乗せする。

また「市中消化」についてもその実態が、きわめて曖昧だとの認識もとられていた。⁷⁾

市中消化を日本銀行以外による引受消化と考えれば、現在、市中消化の原則は維持されている。しかし、これは表面的なものにすぎず、実体的には半ば割当てに近い形で消化されている。任意の消化といえるのは証券会社引受分にすぎないが、これととてもかなりの努力を要している。

証券会社引受シェアについては、現在の10%という水準の是非はともかくとして、一旦定められたシェアを引下げること、市中消化の行き詰まりであるとの批判を招くことになる。これを避けるためには、44年度においても証券会社のシェア10%を下げるべきではない。

そして44年度発行規模は、43年度減額後の規模をかなり下回らせるという観点から、43年11月の段階で次の3つの方針がとられることになった。

- (1) 国債発行面からの景気警戒態度
- (2) 今後の国債増発余地の確保
- (3) 証券会社分の実質消化シェア10%の維持の観点から、4000億円台に抑える。

この4000億円台を具体的に決める作業が、年末の44年度予算編成方針の中で次第に固まっていく。12月23日、大蔵大臣が記者会見をする段階で、最終的に4900億円、そのうち300億円の運用部引受けの額が決定された。その背後に、予算配分枠との関係で、「成長率14.5%として自然増収11900億円、税外100億円で、歳出増の残りを減税と減額でパー、パーに分ける」⁸⁾のごとき議論が交わされていた。

このような減額要求の背後には、国債の市中消化がますます問題をかかえるようになってきたという事実がある。市中消化の本来の意味は、「市中消化能力からみて無理のない範囲で発行する」と考えられていたが、これが次第に困難になってきていた。この間の事情はシ団引受けによる消化とシ団外の一般消化に分けて、次のように問題点が整理されている。⁹⁾

まずシ団メンバーによる消化について、次の5点が指摘される。

- (1) シ団メンバーによる消化は、国債市中消化のおおむね90%に達している。しかも、このうち、都・長銀のシェアは52.8%(シ団メンバー内では58.7%)に及び、資金量のシェア(43年度末シ団メンバー内で44.9%)に比し、著しく高い。
- (2) シ団メンバー内には、資金コストが国債利回りより高いものも含まれているほか、金融の引締まりによってコール金利が上昇している現状では、都銀その他のメンバーにとっても、国債引受けは採算上の負担となっている。
- (3) 日銀の買いオペレーションによって、市中手持国債の相当額が日銀に吸い上げられていることは、従来の市中消化を円滑にしてきた一因であるが、①日銀貸出を減少させるための買いオペレーションは今後期待できないこと、および、②将来の成長通貨供給の相当部分が外貨準備の増加によって

賄われることが予想されることなどから、当面は買いオペレーションの規模は頭打ちとなると見込まれる。とくに、44年7月から実施された短期オペレーションが活用されていけば、国債保有の負担はますます増大することとなろう。

- (4) なお、シ団メンバーに対しては、日銀オペレーションに応ずる場合のほか、国債の売却は行わないよう指導しており、国債の流動性は相当に制約を受けている。
- (5) 現在、公社債市場においては、起債計画の圧縮等の措置にもかかわらず、新発債の消化は困難となっている。国債についても、上の事情をも背景として、シ団メンバー(とくに都・長銀)からの発行削減についての要望はきわめて強い。これを無視して割当的な発行を続けることは、「市中消化能力からみて無理のない範囲で発行する」という大原則に反するものとなろう。

次に証券会社による一般消化の現状は、次のように説明される。見通しはかなり暗い。¹⁰⁾

- (1) 一般すなわち、個人および機関投資家による消化は、国債の安定的消化としてそのシェア拡大が必要であるが、証券会社取扱分は、これまでのところ国債市中消化の10%を辛うじて維持して来たものの、44年度はその達成が危ぶまれている。
- (2) 証券会社取扱分のうち、機関投資家による消化はほとんどなく、もっぱら個人消化に頼っているが、個人消化されたものについても、証券会社に売戻しとなってハネ返るもののがかなり多く、実質的な一般消化のシェアは5.5%程度にすぎない。
- (3) このため、証券会社の国債保有額は増加し、日銀の買いオペレーションによって大半は吸い上げられたものの、依然として相当額を保有し買戻し条件付売却等の手段により資金手当てを行っている(44年8、9月の2カ月間の証券引受額71億円に対し、保有額の増加46億円)。
- (4) なお、43年1月発行国債から適用されている国債別枠非課税制度は、国債の実質的個人消化を支えるうえで大きな役割を果たしているが、全体としてみれば、一般消化のあり方については、見通しは暗く、なんらかの対

表 6-6 国債買いオペ状況 (単位：億円，%)

年 度	市 引 受 額	買いオペ額	オ ペ 率		
			計	シ 団 分	証 券 分
41	6,750	653	9.7	(10.8)	(1.6)
42	5,900	5,640	95.6	(100.7)	(49.8)
43	4,760	2,693	56.6	(55.0)	(71.0)
44	3,500	1,848	52.8	(48.6)	(94.3)
(4 ～12)					

(出所) 「昭和44年度及び45年度の国債発行について」(昭和45年 1 月10日理財局)(大蔵省資料 Z 597-10-1)。

表 6-7 実質一般消化額試算 (単位：億円，%)

年 度	証 券 引 受 額 (A)	日銀オペ	証券自社保有増	差引(実質一般消化額) (B)	(B)/(A)	(備考) 証券保有残高
40	139	—	7	132	94.6	(7)
41	836	13	86	737	88.1	(94)
42	590	294	163	133	22.5	(257)
43	479	340	△ 13	152	21.4	(244)
44	318	300	△ 81	100	31.3	(163)
(4 ～12)						

(出所) 表6-6と同じ。

策が必要となっている。

このような不人気な市中消化を政策的に助けていたのが、日銀による国債買いオペであった。表6-6に、この間の状況がまとめられている。41年度を除くと、オペ率は42年度95.6%，43年度56.6%，44年度(4 ～12月)52.8%と市中引受額の半分を上回っている。とりわけ43～44年度の証券会社への肩入れが目立つ。

この結果、証券会社の実質的な消化率はかなり削減されることになる。表6-7に示されるように、

実質一般消化額(B)＝証券引受額(A)－日銀オペ－証券自社保有増となる。Aに占めるBの割合でみると、証券会社の実質的な引受けは40年度94.6%，41年度88.1%から次第に低下を始め、43年度には21.4%，つまり引受額の 5 分の 1 しか一般消化できない状況になっている。

当面の対策として、2つ考えられていた。第1が、国債の発行条件の改定で

ある。そして第2が、発行額の削減である。第1の対策は現実に困難ということで、第2の減額が44年度内、および45年度予算にかけ、再び主張されることになった。

そして最終的に、年が明けた段階で44年度の減額の最低限として次の2点が、理財局から打ち出されている。¹¹⁾

- (1) シ団の減額期待額は829億円(1 ～ 3 月残1189－前年同期実施360)と推定される。
- (2) 証券団は10%維持という点から算定すると約500億円(月35億円ベース)の減額でよいことになる。

〔注〕

- 1) 「44年度国債発行量について」(昭和43年 7 月12日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-9)。
- 2) 同上。
- 3) 「昭和44年度予算の編成について(案)(財政制度審議会資料)」(主計局)(大蔵省資料 Z 597-6-10)。
- 4) 「財政制度審議会資料」(昭和43年10月21日)(大蔵省資料 Z 597-6-11)。
- 5) 「44年度の国債発行について」(昭和43年11月 4 日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-12)。
- 6) 「44年度国債の資金運用部引受けについて」(昭和43年12月 7 日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-13)。
- 7) 「44年度の国債発行について」(昭和43年11月 4 日理財局)(大蔵省資料 Z 597-6-12)。
- 8) 「44年度国債発行」(大蔵省資料 Z 597-6-8)。
- 9) 「44年度下半期の月別国債発行額について」(昭和44年 7 月15日理財局)(大蔵省資料 Z 597-10-2)。
- 10) 大蔵省資料 Z 597-10-3。
- 11) 「減額なかりせば国債発行はいかになるか」(昭和44年12月 6 日)(大蔵省資料 Z 597-10-4)。

4 昭和45年度の国債発行

昭和45年度も引き続き、当初予算、年度の途中での減額が大きな政策課題であった。とりわけ42年12月の財政制度審議会答申「公債依存度をここ数年の間に 5 %以下に引き下げること」という要望が、強く意識されてきた。45年度において日本経済は景気上昇局面にあると見通されたこともあり、フィスカル・ポリシーとの関連からの議論もさかんになった。

前年の44年7月の段階で、

- (1) フィスカル・ポリシーの見地から
- (2) 金融政策の見地から
- (3) 財政体質改善の見地から
- (4) 証券シェアの見地から

の4つの視角から、国債減額の必要性が検討されている。¹⁾

第1のフィスカル・ポリシーの立場からは、国内経済の過熱が懸念され、その結果国際収支の悪化も心配されたことから、財政は警戒的な態度を堅持すべしと強調されている。

とりわけ重要なのが、第2の金融政策との関連である。国債発行そのものが、金融政策の運営に次第に重荷となってきた。かりに金融引締めが必要としたとき、

- (1) 国債発行が金融引締めを困難とし
- (2) 引締政策をとることが、国債の消化を困難にする

と、問題の深刻さを指摘している。そして各々の理由を、次のように説明している。

- ① 国債の存在が金融引締政策の遂行を困難にしている。

金融政策の遂行上(とくに引締めの場合)国債の存在がきわめて負担となっていることは金融当局がつねに感じているところである。たとえば、金融引締政策の効果として、コール・レートが上がるのであるが、これは国債の既発債価格の下落や新発債の消化難に結びつくので、日銀はコール・レートを低位に安定させている。これは金融政策の効果を減殺させていることになるのは否定できない。

- ② 金融引締めにより消化能力は減少する。

金融引締時には、金融機関(とくに都銀)は、いままでの貸出先に対する融資の確保だけで資金量の限度であり、国債引受けに回す余力がきわめて乏しくなる。発行条件の問題はあろうが、金融機関に対して厳しい引締政策を行いながら、他方で多額の国債を引き受けさせることは引受能力からみても問題があるし、また感情的にも反発をかうであろう。

第3の財政体質改善からは、次の3点が主張されている。

- ① 来年度は国債依存度を5%以下に引き下げる必要がある。

42年12月の財政制度審議会報告において、「公債依存度をここ数年の間に5%以下に引き下げることを目標としているが、44年度の国債依存度は当初ベースで7.3%であり、その後の補正による財政規模増大、国債減額いかんにもよるが、過去3年の例でみるかぎり実績でみると、5%台になることはほぼ確実と見込まれる。したがって45年度予算においては、依存度を5%に下げることとはもとより、5%は最低値ではなく、最高値であるとの認識にもとづいて、国債依存度を極力下げるべきであろう。

- ② 国債発行対象経費に対する国債の割合

国債発行対象経費に対する国債の割合は、41年度当初の95.4%から、44年度当初には50%を割るにいたったが41年度と44年度の経済情勢を比較してみるならば、それはむしろ当然のことであり、44年度後半から45年度にかけて景気過熱が心配されているような情勢であるからには、その割合をますます引き下げて将来の不況において財政が景気調整効果を発揮できる余地を残さなければならない。

- ③ 国債費は財政の硬直化要因となる。

国債償還のための経費は理論的には7年後に発行額と同額が支出されることになるが、もちろん実際には減償のための積立てがあるし、借換えも行うからそうはならない。しかし、借換えは満期債の所有者であるシ団の資金繰りいかんによることでもあり、金融情勢いかんによっては、借換債の発行がきわめて困難になることも考えられる。

第2点に関し、表6-8が参考になる。公共事業関係費をはじめとする公債発行対象が年々増えているのに対し、公債発行収入金は減少している。かくして両者の比較(B)/(A)は減少に、いわゆる「すき間率」は拡大の方向にあった。これはフィスカル・ポリシーの見地からすると、望ましい現象といえよう。

第4の国債減額を主張する理由は、証券シェアの達成の困難さである。次のごとく、実態が述べられている。

国債の証券シェア10%は国債の個人消化のシンボルとして、その意義を有しており、また年度間発行額が年々減少するにつれてその達成も容易になったかのようにみえる。

表 6-8 公債発行対象経費に対する公債発行収入金の割合

44.7.7
理・国債

(単位：100万円)

	41	42	43	44
1 公共事業関係費	586,840	650,881	667,499	749,254
2 その他施設費	79,476	92,025	96,385	105,376
3 出資金	87,965	113,333	118,832	168,534
4 貸付金	10,762	13,350	14,776	15,668
計 (A)	765,043	869,589	897,492	1,038,833
公債発行収入金(B)	730,000	800,000	640,000	490,000
(B)/(A)(%)	95.4	92.0	71.3	47.2

(注) 本表は当初予算ベースによるものである。
(出所) 大蔵省資料 Z 597-10-5.

しかし、現実には証券オペはまだ多額に行なわれており、証券会社引受額は減少しているにもかかわらず、(43年度月平均40億円から44年度4～7月35.5億円)、証券手持高は横ばいないしは増加傾向を示している(43年末258億円、44年4月260億円)。43年度の証券実績販売額は月平均12億円479(販売額)－340(証券オペ額)＋13(手持残高の減少)に過ぎず、実質的な個人消化はきわめて少なく、これから逆算すれば、発行額は1520億円ということになる。

本格的な国債発行の時代に入って、5年目を迎える45年度から国債費、償還および借換えに対する問題が、真剣に検討されるようになってきた。たとえば、45年度国債発行額の削減の理由として、国債費・借換えの問題が取り上げられている。²⁾

国債費及び借換の問題

国債費については国債残高が増加するにつれて、ますます増加していく。ただこれは財政が膨張していくかぎり、一般会計に膨大な負担をかけるまでにはいたらないが、もし、かりに財政の伸びを抑えるような事態にいたったときには、当然増経費として財政上の大きな負担となるだろう。しかも、この場合次のような問題がある。

この国債費は、予定されている借換割合7/60が維持できるものとして計算しているが新規債と借換債で多額の発行を行なうこととなるため市中が応ずるかどうかわからない。もし市中が借換に応じなければ、多額の国債償還が必要となる。しかも、この借換率が維持できてさえ49年度には予算繰入れが必至である。

そして長期的な視点から、将来の償還・借換えを展望すると次のごとき問題もあることが指摘されている。

48年度以降、建設国債の償還が到来し、年々相当額の国債を借換しなければならない。もちろん7/60の現金償還をする財源はあるが、それについては個人所有分は優先的に現金償還しなければならないので、市中所有分は全額借換をする必要が生ずることも予想される。(もっとも買オペによって日銀に保有されている分があるので、ある程度負担は軽減するであろう。) 48年度以降の借換債と新規債を含めるとほぼ9000億円に達するが、勿論借換債はネットの資金負担にならないとする考え方もある。しかし、金融機関としては、償還を前提として資金運用を行なっているものであること。さらに、金融機関別に満期債保有額にアンバランスがあること。(たとえば本券で持っている金融機関、オペ対象にならない金融機関など)等を考慮すると必ずしもそうは言えない。

このような議論を経て、45年度国債発行額の規模は次第に固まっていく。当時、一般会計の予算規模と国債依存度について次のごとき対応で考えられていた。国債依存度5%といっても、予算の伸びが大きいほど絶対額で発行額の許容幅が大きくなることがわかる。実際には、当初予算ベースで600億円の減額、4300億円でスタートした。しかしながら例年のごとく、下半期の国債発行額の決定にあたりその減額が検討された。この間の事情は次のように説明されている。³⁾

1. (省略)
2. 昭和45年度の税収は、10月まで好調な進捗状況を示しており、年度間を通じ相当額の自然増収が見込まれることとなり、予想される追加財政需要を考慮しても、なお国債減額の余地があると思われる。
国債発行において多額の剰余金が発生することはできるだけ避けたいので、可能な限りの減額を行なうべきであろう。当面、来年度の国債発行額を決定する際に、税収、追加財政需要のメドがつく範囲内で、併せて今年度の発行額の減額的意思表示を行なうことが適当である。
3. 上記の趣旨で主計、主税両局と協議の上、補正予算編成時に500億円の国債減額を行なうことで合意をみたので、来る国債発行等懇談会の席上でこれを公表することとしたい。
4. なお、500億円の減額の結果、45年度のシ団分の国債発行額は3,598億円となる。

〔注〕

- 1) 大蔵省資料 Z 597-10-6.
- 2) 同上.
- 3) 大蔵省資料 Z 24-115-1.

第3節 大量国債発行の先触れ

1 昭和46年度の国債発行

数年続けて国債発行額を削減した結果、昭和45年度予算ベースで国債依存度は5.4%にまで低下した。46年度の国債発行を検討する段階で、45年度の国債依存度は年度内減額もあって4%台にまで下がることが予想されていた(実際には4.2%、参照図6-1)。かくしてさしもの発行規模縮小論も、やや下火の様相を呈しだしていた。そして46年度の発行額も、前年度の当初発行予定額以下にとどまるなら問題ないと、あえて減額規模に言及しない余裕を示していた。

しかしながらこの国債の発行規模の縮小に対し、逆に国債増発論あるいは一定規模の確保が、次の2つの理由から提唱されだした。

- (1) 社会資本充実の財源のため
- (2) 通貨供給のオペ種のため

財政当局は、一転してこの種の国債是認論を批判する立場に回ることになった。¹⁾

まず第1点について、反論は次の3点からなる。

- (1) 戦後のわが国の公共事業費は、絶対額でも、また、一般会計中に占める割合でも、諸外国に比べてきわめて高い水準にあるとはいえ、依然としてストックとしての社会資本の不足は否定できない。しかしながら、社会資本充実のための国債増発については、次のような問題がある。

すなわち、不況期においては問題がないとしても、好況期において国債を増発し、財政支出を増大するならば、もともと旺盛な民間投資をさらに誘発することになるので、金融引締めによる資金量規制を行い、民間投資を抑制しなければ、景気は過熱するおそれがある。

また、実際問題として、国債消化の大部分を金融機関に依存している現状においては、金融引締め下における大量の国債発行は困難である。

- (2) したがって、社会資本の不足を解消しつつ、バランスのとれた持続的経済

成長を実現するためには、財政支出の財源を確保する方途としても、好況期には税の自然増収、あるいは、増税により、また、不況期には国債を増発することにより、税収と国債発行の有機的な活用依存するのが筋であろう。

- (3) なお、社会資本の充実には予算のみでなく、財政投融资、地方公共団体の財政活動等の機能を総合的に発揮させる必要がある。

第2点はいわゆる国債火種論である。

景気調整機能を中心とした国債政策をとっている以上、今後も好況が持続すれば、国債発行額はさらに漸減することになるが、このような場合においても、発行額をゼロにすることは適当でなく、シ団編成の維持および個人消化のための国債のなじみという観点からもある程度の発行量を維持することは意味があろう。

なお、このように国債発行額が漸減していく場合、日銀のオペ種不足という問題が生じるが、たとえ、国債発行額を若干増加しても、これによってオペ対象の追加または日銀貸出しの増加によらざるをえない。

このような新たな問題提起に加え、さらに国債の償還期限の延長もぼつぼつ話題になりだしていた。というのは、諸外国の長期国債はおおむね10～15年で、日本の7年の国債は長期債としていかにも短いものであったからである。次のようなやや消極的な議論もあったが、実際には47年1月に10年利付債が発行されるようになった。²⁾

- ① 現行国債の償還期限が7年とされたのは、他の公社債と平仄を合わせたものであり、国債の償還期限の延長は、各種公社債の償還期限の延長を招くことになる。

また、償還期限の延長は当然利回りの引上げを招くことになるので、公社債を含む金利体系全般の改定に波及することになる。

このことは財政面からみれば、金利負担の増嵩を意味する。

- ② 現在国債の消化は、個人消化の基盤が十分整っていないため、その大部分が金融機関に依存している状況であり、しかも、その金融機関引受分の国債は、平均約1年半で買オペにより日銀に吸収されている。このような状況下では、国債の償還期限を延長しても、実質的な意義に乏しい。

なお、個人消化促進の観点からみても、長期化された国債の個人消化は現在より更に困難になるのであろう。

わが国の経済が高度成長から安定成長に移行する過程で、上記のような問題は漸次解消されていくと思われるので、国債の償還期限の延長も今後前向きに検討していきたい。

45年初以降の景気後退を脱出し46年度当初、日本経済はおおむねなだらかな成長過程をたどると予想され、46年度予算も景気中立的な性格と規定されていた。したがって国債発行に関しても、次のような方針がとられていた。³⁾

一般会計公債発行額は、前年度当初予定額と同額の4300億円とされているが、この結果、公債依存度は、前年度当初の5.4%から4.5%に低下することとなり、42年12月の財政制度審議会の報告を受けて以来目標とされてきた公債依存度5%以下という水準が達成されることとなっている。

ところが、このような楽観ムードに冷水をあびせたのが、46年8月のいわゆるニクソン・ショックであった。ドルの金兌換停止などを含んだ新経済政策が公表され、日本経済は国際通貨制度の動揺をうけ景気停滞の様相を呈してきた。そこで公共投資増、減税といった財政による景気刺激策が要請され、46年度補正予算で国債が一挹7900億円増額されることになった。

この結果、46年度の国債発行予定額は当初の4300億円から1兆2200億円へと増加した。「財政法」第4条にもとづく公債発行対象経費は46年当初予算で1兆4278億円であったが、この補正予算の結果、2544億円増加し、1兆6822億円となった。この補正予算をめぐる国会審議で、1つの問題が発生した。国債の追加7900億円のうち補正予算による公債発行対象経費の追加2544億円を差し引いた5356億円は、赤字国債であるから40年度の補正予算と同様、「財政法」の中で特例法を制定して対処すべきだとの議論がなされた。

これに対し、政府は「本年度の補正予算における公債発行の追加について特例法によらない理由」(46年10月25日)を国会に提出、40年度と46年度では事情を異にする点、および「財政法」第4条第1項の「歯止め」がある点を指摘し、特例法の必要性を認めなかった。ただし当時の水田大蔵大臣は、次のごとき見解を述べ慎重な姿勢をとっている。⁴⁾

私は、政府の見解があくまでも正しいというふうに思っておりますが……疑義が生ずるということになりますと……将来のためにこの辺でやはり問題をはっきりさせておくことが必要だと考えますので……政府の解釈だけを主張するのではなくて、やはり第三者の機関、たとえば財政制度審議会の中に専門家がたくさん

おられますので、この専門部会に諮問して研究して貰うというような措置をとりましてこの結論を得て、この委員会においてははっきりした結論を了承して頂くということが将来の財政運営に問題を残さない処置だと思しますので、そういう取扱いに私はしたいと存じます。

この水田発言をうけ、財政制度審議会は年末に次のごとき見解をまとめ、国会でとった政府の姿勢を支持している。⁵⁾

公債の追加発行と財政法第4条の関係

公債の発行額と公債対象経費の関係は、年度を通じて考えるべきであって、補正予算において発行する公債発行額が当該補正予算に計上される公債対象経費の範囲内に限られると解すべきではない。

当初予算で4.6%と見込まれていた国債依存度は、この補正をうけ一挙に12.6%に上昇した。結局のところ、この7900億円の新規増発分は、シ団5500億円、運用部2400億円に分け、46年度下半期で各々引き受けることになった。それまで毎年続いてきた国債減額の問題は、一挙に瓦解したことになる。

〔注〕

- 1) 大蔵省資料Z24-115-2.
- 2) 「当面の国債問題について」(昭和45年12月10日理財局)(大蔵省資料Z24-115-3).
- 3) 『国の予算』昭和46年度、23ページ.
- 4) 「第67回国会衆議院予算委員会議録」(昭和46年10月30日).
- 5) 「財政制度審議会の建議・報告」(昭和46年12月20日).

2 昭和47年度の国債発行

ニクソン・ショックの後をうけ景気後退下の通貨調整という局面を迎え、日本経済は停滞が予想されていた。政府の「47年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」¹⁾においても、「景気停滞がなお長期に続くとすれば、国民生活にも大きな影響を与えるのみならず、国際収支の調整も阻害されるおそれなしとしないので、総需要を喚起することにより、すみやかに景気の浮揚を図ることが当面する最も緊要な課題であると判断される」と景気刺激策の必要性が認められている。そこで昭和47年度の経済運営として、「公債政策を活用した積極的かつ機動的な財政金融政策の運用」が強く主張された。

財政制度審議会も、47年度予算に関し従来の2原則の堅持を条件に、次のごとく国債の発行規模の増大を了承している。²⁾

公債の増額と2原則の堅持

47年度においては、景気回復を主眼とする財政運営の見地から、公債発行額がかなり多額のものとなることもやむをえない。しかしながら、財政の節度と公債政策の健全性を確保するため、建設公債・市中消化の2原則はこれを堅持すべきである。

この結果、47年度予算の国債発行額は1兆9500億円と前年度当初予算に対し実に1兆5200億円も増大することになった。国債依存度も17.0%へ上昇し、40年度に国債発行を開始して以来、最高のレベルに達した。前年度まで採用されていた「国債依存度を5%以下に下げるルール」はもはや意味をもたず、わが国の国債はこの時点から新しい局面を迎えることになった。一挙に急増した国債規模ではあったが、47年度中にシ団の協力もあり比較的スムーズに消化が完了した。この間の事情は、次の年度末の理財局長の説明からもうかがえよう。³⁾

昭和47年度の国債発行につきましては、シ団分としては、当初1兆7000億円(収入金ベース、額面では1兆7150億円)の引受けをお願いする予定でございましたが、昨年秋の補正予算において、追加発行総額3600億円(収入金ベース、額面では3647億円)のうち、1700億円(収入金ベース、額面では1722億円)の引受けをお願いすることとしたため、補正後の引受予定額は1兆8700億円(収入金ベース、額面では1兆8872億円)となっております。このうち、既に、1兆7000億円(収入金ベース、額面では1兆7150億円)が発行済みであり、残額は1700億円(収入金ベース、額面では1722億円)となっております。また、資金運用部の補正後の引受予定額は4400億円(収入金ベース、額面では4449億円)ですがこのうち2500億円(収入金ベース、額面では2524億円)が引受済みであり、残額は1900億円(収入金ベース、額面では1925億円)となっております。これらの残額につきましては、税の収納状況等にかんがみ全額、発行をとりやめることとしたいと考えます。従って、昭和47年度の国債発行は、全て終了したこととなり、シ団分、資金運用部分、合わせて1兆9500億円(収入金ベース、額面では1兆9674億円)がその実績となります。

47年度の下半期に入ると、次第に48年度に入って償還期限のくる41年度発行の建設国債の借換え問題が検討されはじめた。41年度の発行当初からこの建設

国債の償還に関して、一部を借り換えることが表明されていた。そこで7年満期の償還が、48年度早々にくることからどのような形で償還すべきかが現実の問題となってきた。

47年10月頃から、大蔵省内の各局(とくに理財局、主計局)や日本銀行で償還問題の議論が行われている。この間で、次第に固まってきた借換えについての基本的考え方は次のようなものである。⁴⁾

昭和41年度以降発行された建設国債は来年度以降償還期が到来するが、その際の考え方としては、7年ものについては7/60(11.7%)程度減償し、53/60(88.3%)程度借り換える(10年ものについては10/60(16.7%)程度減償し、50/60(83.3%)程度借り換える)ことを目途として、その時どきの金融情勢、財政事情、満期到来債の保有状況等を総合的に勘案しながら実施するのが妥当であると考えられている。

ここに述べられている各償還期ごとに7/60(または10/60)程度減償し、53/60(または50/60)程度借り換えるという方針は、すでに国会で大蔵大臣や理財局長によって説明されているものであった。⁵⁾

水田蔵相——「公債によってつくられる国民的な資産というものは、平均的に見ても、60年はその効用を発揮するということのでございますから、60年の効用を持つ資産をつくる借金であるということになりますと、7年間でこれを払うということのほうが一層不自然であって、60年間にこれの支払いができるようにという財政上のくふうがあることがあたりまえであって、このくふうからできたものがいわゆる減償制度ということになります……。」

橋口理財局長——「41年度に発行されました国債の48年度の償還につきましては、今後どういう方針をとるか検討いたしておりますが、御承知の定率繰り入れという分がございまして、発行残高の1.6/100は毎年繰り入れとして一般会計から金をもらっているわけでございます。したがってその7年分が累積をいたしておりますから、大体1割程度は現金として確保されているわけでございます。そのほかに剰余金の1/2とか、あるいは予算繰り入れ等相当の額が国債整理基金特別会計に留保してございますので、48年度以降どういう償還なり借換えの方針をとるかは今後の問題でございますが、少なくとも1割程度は現金償還できるのではないかとこのように考えております。」

さて、問題はこの基本方針に沿って、具体的にどのような方式で借換えを実施するかであった。国債の保有先の形態に応じて、次の3通りの方式が考えら

れていた。⁶⁾

- (1) 政府(資金運用部)、日銀保有分——原則として借換え(ただし、53/60を超える部分は現金償還)、払込みは証券代用払込み(乗換え)で行う。
- (2) 個人保有分等(証券発行分等)——全額現金償還。
- (3) 市中金融機関保有の登録国債分——次表で示されるように、全額現金償還のケースと一部現金償還・一部借換えケースに分けられる。

個人等の 保有割合	政府・日銀の 保有割合	
	$\frac{53}{60}$ 以上	$\frac{53}{60}$ 未満
$\frac{7}{60}$ 以下	全額現金償還	一部現金償還、一部借換え*
$\frac{7}{60}$ 超	—	全額借換え* (個人等の保有割合のいかんによっては、 これに加えて、現金払込みによる借換償 発行も必要となる。)

(注) *の払込みは証券代用払込み(乗換え)。

実際の借換えにあたっては、借換対象者は市中金融機関に限定されるため次の2つの方法が考えられていた。

- (1) 相対乗換方式
満期到来債保有者(市中金融機関)と相対で、借換交渉を行う。払込みは、証券代用払込み(乗換え)とする。
- (2) シ団借換方式
シ団メンバーは新発債のそれと同じ。証券会社の引受けは当分見送る。引受けシェアは満期到来債の保有割合(微調整はシ団内部で行う)を用いる。
この2つの選択にあたり、次のごとき比較考量が行われ、シ団借換方式の採用が望ましいと考えられた。⁷⁾

相対乗換方式(1)は、

借換債引受けのための新規資金を必要とせず、また、保有者ごとの特殊事情を考慮できるので、借換えの了承を得られやすい。
という長所をもつ反面、

- ① 対象者が多くなると交渉は煩雑である。
- ② 対象者の一部にでも現金償還の強い希望があるとき借換えは困難となる。

という短所がある。これに対して、シ団借換方式(2)は、

相対乗換方式(1)ほど、保有者ごとの特殊事情を考慮できない。

という短所をもつ反面、

- ① 一度セットしておけば爾後の事務は簡単である。
- ② シ団の幹事が間に入るので話がまとまりやすい。
- ③ 保有状況に応じて引き受けることとすれば、相対乗換方式(1)と同様、借換債引受けのための新規資金を必要としない。

という長所があるので、この際、シ団借換方式(2)をセットしておくほうがよいのではないかと思われる。

この時期に日本銀行が、この借換え問題をどう考えていたか次の文書でその一端をうかがえる。⁸⁾

借換えについての基本的考え方(日銀)

(47.12.15)

来年度に限らず、今後の借換えについて基本的考え方は次の通り。

1. 満期到来額については、政府保有分を除き保有主体の如何を問わず、乗換えを勧奨する(個人保有分を含む)。乗換えに応ずるか否かは旧債保有者の任意にゆだねる。
2. 乗換え未達額については全額現金償還を行なう。
3. 上記現金償還額が現金償還財源(満期到来額の7/60)を超える分については引受シ団を通ずる借換債の発行により調達する。
4. 日銀保有分につき乗換えに応ずるかどうかはその時々金融情勢等を勘案し、政府と相談のうえ決定する。

と同時に、シ団を代表して三菱銀行からも次のごとき要望書が提出されていた。⁹⁾

47.12.5 三菱

国債償還・借換問題に関するシ団側希望

国債の償還・借換え問題についてシ団側の希望を内々に取りまとめた結果は次のとおりである。

第1希望 市中分全額現金償還

第2希望 現金償還不能分については現保有者に借換勧奨代用払込にはプレミアム(戦前の例では50銭)をつけるなどの優遇措置を考えてほしい。
借換債応募不足分については日銀または資金運用部で引受てほしい。

以上

借換えは、シ団借換方式により48年度から実施に移されることになる。理財局長はシ団を代表する「頭取クラス世話人会」で、48年3月31日に次のごとき説明をし了解を求めている。¹⁰⁾

なお、昭和41年度に発行した建設国債は昭和48年度に満期が到来しますが、その償還及び借換えにつきまして、御参考までに、若干、御説明したいと思います。個人等が保有しているこのような国債につきましては、全額現金償還することとし、これによる現金償還額が、なお、満期到来額の7/60程度に達しない場合には、7/60程度に達するまで、金融機関等が保有している分について、保有状況に応じて現金償還を行なう予定であります。その他の分につきましては、満期到来債の保有者に借り換えをお願いしたいと考えております。

なお、実際の償還につきましては、財源に余裕がある場合には、現金償還率を高めたり、あるいは49年度以降に満期が到来する国債について買入消却を行なう等弾力的に行なってまいりたいと考えております。このほか、借換債の発行条件につきましては、新発債と同一にする考えでおります。

〔注〕

- 1) 『国の予算』昭和47年度、17ページ。
- 2) 財政制度審議会「昭和47年度予算編成に関する建議」(昭和46年12月20日)。
- 3) 「頭取クラス世話会(3月30日)における理財局長補足説明要旨」(昭和48年3月理財局)(大蔵省資料Z597-13-1)。
- 4) 「建設国債の償還について」(昭和47年11月15日理財局)(大蔵省資料Z597-14-1)。
- 5) 「第55回国会衆議院大蔵委員会議録」(昭和42年7月18日)、「第67回国会衆議院大蔵委員会議録」(昭和46年10月29日)。
- 6) 「借換債の発行に係る問題について」(昭和47年10月30日主計局)(大蔵省資料Z597-14-2)。
- 7) 大蔵省資料Z597-14-3。
- 8) 同上。
- 9) 同上。
- 10) 同上。

3 昭和48年度の国債発行

48年に入ってから、日本経済をとりまく国際通貨関係の変化は急速なものがあつた。48年2月10日に東京外為市場の閉鎖、13日にアメリカのドル10%切下

げ決定、14日から円のフロート制への移行の一連の歴史的事件が発生、経済運営事態がきわめて見通し困難なものとなった。

このような環境の変化の中で、伸び率24.6%という48年度大型予算が編成された。国債依存度も47年度当初予算の17.0%と比べると、16.4%と若干下回るものとなったが、国債の大量発行の定着を予想される規模となった。かくして48年度早々よりインフレの懸念が各方面から指摘されだした。

48年度の国債発行は、前述のごとく借換債が実際に発行されたのに加え、過剰流動性の進行をふまえ国債による余剰資金の吸収という新たな観点からの議論が巻き起こった。

48年度の国債発行予定額は、2兆3400億円でそのうち、1兆8700億円がシ団引受け、4700億円が運用部引受けとなっていた。この中には借換債は含まれていない。借換債については、48年度に満期の到来する建設国債6750億円の7/60に相当する789億円を現金償還し、残り53/60に相当する5961億円(うち日銀所有分4613億円、市中金融機関分1348億円)を借り換えることになっていた。¹⁾

このような発行計画でスタートしたが、48年度の国債発行は従来にない新しい役割が期待されるようになってきた。これまで国債は、歳出が租税などの一般財源のみで充当しきれない場合、その不足分を補填するため例外的に発行されると考えられてきた。したがって年度途中で税の自然増収が見込まれる場合、下半期に国債を減額するルールが暗黙のうちに成立していた。とりわけシ団との友好関係を維持するため、この国債減額は重要な1つの手段であった。このような経緯からすると、過剰流動性を背景に多額の自然増収が生じることが予想された48年度には、当然のこと国債は減額されるはずである。

しかしながらこの慣行とは異なる考え方が、国債政策として新たに登場してきた。²⁾ この考え方は次のような議論をよび起こした。

ところで、国債の年度間全体の発行額は、従来、財源事情を勘案して決定されてきたが、その年度間発行額を各月に配分するに当たっては、円滑な市中消化を確保する等の見地から、従来から、例えば、資金余剰期には発行額をふやすなど、各月の金融情勢等を勘案して行なうこととしている。特に、48年度においては、民間の過剰流動性の存在が問題となっていることも考慮し、資金の散超期である4月、5月に重点をおいて、前寄に、国債発行を行なっているところである。

(……中略)

このような観点に立てば、48年度において、かなりの税の自然増収が出ることが明らかとなっても、民間の余剰資金を吸収するために、国債を減額することなく、全額発行するということも考えられるものと思われる。

このような議論の背景には、47年度後半からスタートさせた引締政策の効果が弱く、金融政策に限界を認めざるをえないという財政当局の姿勢があった。この結果、景気対策との関連で新しいタイプの国債発行も模索され、次のような議論が展開された。³⁾

当面の景気政策の運営上、新しい政策手段の発動によって、総需要の抑制または市中資金収縮のいっそうの強化を図る必要があるのではないか。

(注) この半年間に及ぶ引締政策の効果の浸透はきわめて鈍い。金融政策の限界を認めざるをえないのではないか。

新しい政策手段の発動が必要であると認められた場合、現在の景気局面において最も必要適切な政策手段は何か。

(注) このような意味で、当面考えられる新しい政策手段としては、次のようなものがある。

イ. 民間投資

①法人税の増税

②貸出準備率制度の創設

③ビル等の建設規制

ロ. 個人消費

④高所得者に対する所得税増税(1兆円減税構想の撤回)

⑤自動車、耐久消費財等の購入のための延払いに利用されるすべての形態の融資の抑制

⑥自動車取得税の増税

⑦法人の交際費課税の強化

ハ. 財 政

⑧公共事業費等48年度の歳出の翌年度への繰延べ

⑨48年度予算一般経費の削減

⑩国債の発行による市中資金の吸収凍結(建設国債の自然増収分、公

共事業等歳出削減分および新規国債増発分)

いま国債の発行による市中資金の吸収を実施するのであれば、このような総合景気対策の一環として位置づけられる必要があるのではないか。

しかしながら実際問題として、自然増収が生じることが明確なのに国債を当初の予定どおり発行するのは非常に説明を困難なものにした。財政当局を悩ませたのは、まさにこの点であった。

しかしながら最終的には、「安定国債」あるいは「特別国債」の名称のもとにいくつもの試案が作成された。次のものは、1つの試案である。⁴⁾

特別国債関係法律案(試案)

昭和48年6月6日

(特別国債の発行)

- 第1条 政府は、民間の余剰資金が急激に増加し、これを早急に吸収しなければ、国民経済に好ましくない影響を与え、又は、与えるおそれがある場合であって、他の財政金融政策手段によっては十分に対処することができず、又は、対処することが不適當であると認める場合には、これを吸収するため、一般会計の負担において、特別の国債(以下「特別国債」という)を発行することができる。
- 2 前項の規定により発行する特別国債の額面価額による発行現在高は、億円をこえることができない。
- 3 特別国債の発行に際しては、銀行その他の政令で定める金融機関以外の者に、これを取得させるように努めるものとする。
- 4 特別国債の応募者利回りは、一般の金利水準と著しく権衡を失しないように定めなければならない。

(特別国債の期限前償還又は買入消却)

- 第2条 政府は、特別国債の期限前償還又は買入消却に伴う民間における資金の増加が国民経済に好ましくない影響を与えるおそれがないと認められる場合には、特別国債の全部又は一部の期限前償還又は買入消却を行なうものとする。

(特別国債資金)

- 第3条 第1条の目的を達成するため、特別国債資金を設置し、これに特別国債の発行による収入金を受け入れるものとする。
- 2 特別国債資金は、一般会計の所属とし、大蔵大臣が、法令の定めるところに従い、管理する。
- 3 特別国債資金は、他の国庫金と区分して出納するものとし、これを繰替使用することができない。

- 4 特別国債資金は、特別国債の償還又は買入消却をする場合に限り、使用することができる。
- 5 特別国債資金に属する現金の受払いは、歳入歳出外とし、その経理に関する手続きは、大蔵省令で定める。
- (国債整理基金特別会計法の適用除外等)
- 第4条 国債整理基金特別会計法(明治39年法律第6号)の規定の適用については、特別国債は、国債でないものとみなす。
- 2 第2条の規定により特別国債の買入消却をした場合における国債証券買入銷却法(明治29年法律第5号)第2条の規定の適用については、政令で定めるところにより、同条の規定による告示すべき事項につき特例を設けることができる。(第5、6条省略)

附 則

- 第1条 租税特別措置法(昭和32年法律第26号)第4条第1項中「第5条の規定により発行されるもの」の下に「並びに経済安定特別措置法(昭和48年法律第号)第2条第1項の規定により発行されるもの」を加える。

第2条 大蔵省設置法(昭和24年法律第144号)の改正

最終的には、この「特別国債関係法律案」は提案しなかった。しかし、実際にはこのような構想とは正反対に7000億円ほど減額が実現し、公債の新規発行額は1兆7662億円となり、国債依存度も当初予算の16.4%から12.0%にまで引き下げられた。

〔注〕

- 1) 「48年度における国債の償還について」(昭和47年10月19日)(大蔵省資料Z597-14-4)。
- 2) 大蔵省資料Z597-16-1。
- 3) 同上。
- 4) 大蔵省資料Z597-15-1。

第7章 国債発行の方式と条件整備

第1節 国債発行とシ団引受方式

1 シ団引受方式の定着

昭和53年度に公募入札方式が導入されるまで、国債消化のルートは一貫して、図7-1のごとくシ団引受けか資金運用部引受けの2つに限定されていた。このうち表6-1から明らかなように、シ団引受けのルートが圧倒的に用いられてきた。その比率は実績ベースでみると41年度の100%は例外として、国債減額期間の42～45年度間はおおむね90%台を確保していた(42年度の86.1%は、前年度の反動で資金運用引受けが増えたため)。

ところが46年度以降の大量国債発行を迎え、資金運用部引受けを増加させねばならなくなったことからシ団引受けは相対的にそのウェイトを落としている。とりわけ大量発行の初年度にあたる46年度は、77.3%となっている。しかしその後、この比率は回復し80%台を維持することになった。かくして国債発行全体の8～9割を消化するシ団引受方式は、この期間にすっかり定着したといえよう。

シ団引受けは、図7-1のごとくさらに金融機関と証券会社に二分され、後者

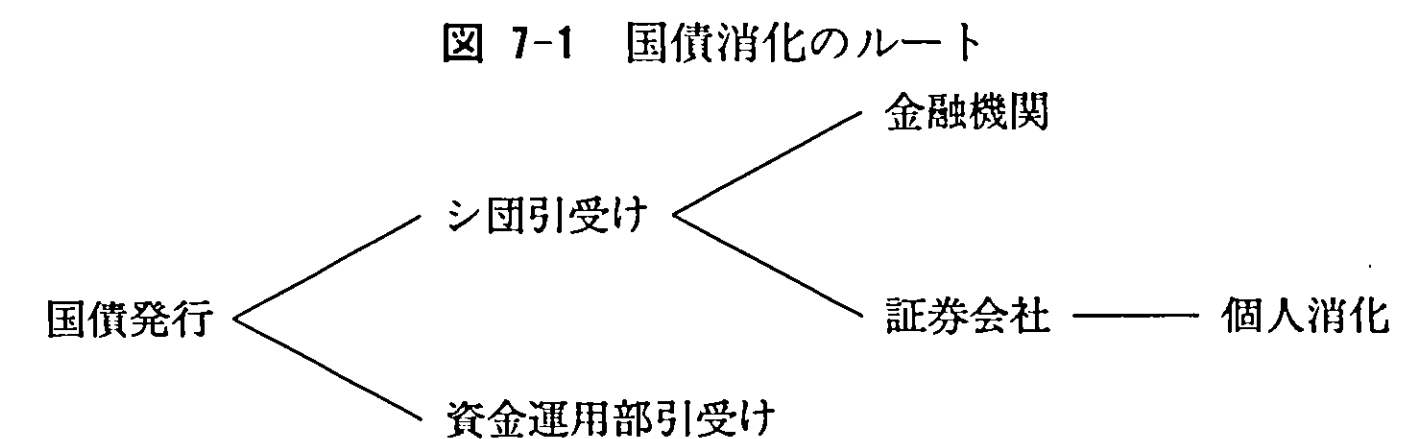


表 7-1 業界別シ団の国債の

業界別	40年度		41年度		42年度		43年度		44年度	
	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数
都市銀行 長期信用銀行	41.6 } 51.5 9.9 }	13 3	41.6 } 51.5 9.9 }	13 3	41.6 } 51.5 9.9 }	13 3	41.6 } 51.5 9.9 }	13 3	43.5 } 52.8 9.3 }	15 3
									新規加入2件(太陽、埼玉)による2銀行増 ^(注)	
地方銀行	20.5	63	20.5	63	20.5	63	20.5	62	19.2	61
							合併1件(東都が三井と43.4)による1銀行減		都銀への転換1件(埼玉43.12)による1銀行減 ^(注)	
信託銀行	3.6	7	3.6	7	3.6	7	3.6	7	3.6	7
相互銀行	3.6	72	3.6	72	3.6	72	3.6	72	3.6	71
									都銀へ転換1件(日本相互43.12)	
信用金庫	3.6	526	3.6	524	3.6	523	3.6	520	3.6	516
			解散・新設1件合併1による2金庫減		解散・新設1件合併1による1金庫減		合併3件による3金庫減		合併4件による4金庫減	
農林中央金庫	3.6	1	3.6	1	3.6	1	3.6	1	3.6	1
生命保険会社	3.6	20	3.6	20	3.6	20	3.6	20	3.6	20
損害保険会社	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
証券会社	10.0	51	10.0	51	10.0	47	10.0	50	10.0	48
					脱退1件による1社減, 合併2件による3社減		合併1件による1社減, 加入4件による4社増		脱退2件による2社減	
計	100.0	756	100.0	754	100.0	749	100.0	748	100.0	742

(注) 1. 43年12月, 日本相互銀行が都市銀行へ転換した際には, シェア改定は行われなかった。
2. 43年12月, 埼玉銀行が都銀になったことにより, 地銀から都・長銀に1.3%のシェア(出所) 大蔵省資料Z598-13-2.

引受けシェアの推移(当初予定)

45年度		46年度		47年度		48年度		49年度		50年度	
引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数	引受予定 シェア	メンバー 数
43.5 } 52.8 9.3 }	15 3	43.5 } 52.8 9.3 }	15 3	39.1 } 48.5 9.4 }	14 3	39.1 } 48.5 9.4 }	14 3	39.1 } 48.5 9.4 }	13 3	39.1 } 48.5 9.4 }	13 3
				46.10に第一銀行と日本勧業銀行が合併				48.10に神戸銀行と太陽銀行が合併			
19.2	61	19.2	61	18.0	61	18.0	63	18.0	63	18.0	63
						沖縄2件					
3.6	7	3.6	7	5.5	7	5.5	7	5.5	7	5.5	7
3.6	71	3.6	72	4.0	71	4.0	72	4.0	72	4.0	72
		新設1件		合併1件		沖縄1件					
3.6	507	3.6	494	4.5	483	4.5	484	4.5	479	4.5	473
合併8件による10金庫減, 新設1件		合併12件による12金庫減, 解散1件		合併8件による10金庫減, 解散1件		沖縄2件, 合併3件による3金庫減, 新設2件		合併5件による5金庫減		合併5件による6金庫減	
3.6	1	3.6	1	4.0	1	4.0	1	4.0	1	4.0	1
3.6	20	3.6	20	4.5	20	4.5	20	4.5	20	4.5	20
—	—	—	—	1.0	21	1.0	22	1.0	22	1.0	22
10.0	48	10.0	48	10.0	53	10.0	53	10.0	53	10.0	53
				合併1件, 新規加入6件による5社増							
100.0	733	100.0	721	100.0	734	100.0	739	100.0	733	100.0	727

た。
の変動があった。

のルートで個人消化が図られることになる。表7-1にこの国債の業界別引受けシェア、つまりシ団引受けシェアが示されている。40～50年度間についての業界別国債引受けシェア(当初予定ベース)をみると、いくつかの興味ある事実を指摘できる。

まず第1に、シ団は大別すると証券会社を除く金融機関(銀行、保険)と証券会社それ自体に分けられる。後述するごとく、このうち証券会社引受けシェアの水準が国債消化の能力との関連でたえず問題にされていた。その引受けシェアは、一貫して10%で当初予定ベースでみてシ団引受額の1割が割り当てられていた。

第2に、都市銀行のシェアは46年度まで40%を超えていたが、それ以降39.1%と若干低下を示している。そこでシ団の中で最も発言力が強かったのも当然といえる。都市銀行を中心にシ団引受けが形成されていたといっても過言ではあるまい。

第3に、次いで大きなシェアを占めているのが地方銀行の20%前後と長期信用銀行の9%前後の水準である。そして信託銀行以下、生命保険会社までの5つの機関の4%前後のシェアがくる。46年度までは、毎年これらの機関の相対的シェアは判で押したように固定されているのは注目に値する。47年度以降、この序列に変化が生じ信託銀行をはじめ3つのグループに分かれてくる。

表 7-2 シ団金融機関の引受けシェアの推移 (%)			
業態 \ 年度	40～43	44～46	47～50
都市銀行	46.2	48.3	43.5
長期信用銀行	11.0	10.3	10.5
地方銀行	22.8	21.3	20.0
信託銀行	4.0	4.0	6.1
相互銀行	4.0	4.0	4.4
全国信用金庫連合会 (信用金庫)	4.0	4.0	5.0
農林中央金庫	4.0	4.0	4.4
生命保険会社	4.0	4.0	5.0
損害保険会社	—	—	1.1
計	100.0	100.0	100.0

(注) 証券会社は除く。
(出所) 大蔵省資料 Z 598-13-3.

第4に、47年度から損害保険会社もシ団に参加してきた。そのシェアは1%と低いが、シ団がスタートして8年目に新規参入が認められたということで重要である。その後、59年度からは外国銀行も参加することになった。

表7-1にはこのシ団のメンバー数もつけ加えられている。全体でみると40年度に合計756であったのが、その後次第に低下を示し、50年度には727になっている。これは主として信用金庫における合併による金庫数の低下を反映したもので、証券会社を除くとシ団からの脱退によるものではない。

シ団の中の金融機関だけを取り出してその相対シェアの推移をみてみよう(表7-2参照)。40年代初めと比較して、47～50年度では明らかに大きなシェアを占めていた都市銀行、地方銀行が減少を示している。長期信用銀行も若干シェアを落としているが、シ団上位グループの低下を補っているのが信用金庫、生命保険を中心とする下位グループのシェア増大である。損害保険会社の参入もこれを助長しているといえよう。このようなシ団の国債引受けシェアは、いかなる基準によって決められたものであろうか。最も重要な基準は、シ団の各メンバーの資金量であった。この間のシ団金融機関の資金量とその構成比をみると、その順位は、表7-1、表7-2で示された国債引受けシェアのそれと同じである。ただ、都市銀行と長期信用銀行は自己の資金量のシェア以上に国債を引き受けている点、両者は厳密に対応しているわけではない。このシ団引受けシェアは、40年度に都・長銀51.5%、地銀20.5%、信託、相互、信金、生保、農中各3.6%、証券10.0%に設定されて以来、毎年のごとく金融情勢をふまえ変更の希望がシ団の構成メンバーには潜在的に存在していた。

2 世話人会および国債発行等懇談会

国債発行に関しシ団引受けが重要なルートであったが、このため財政当局はたえずシ団と密接な連絡をとる必要があった。シ団は窓口として、2つの世話人会を結成した。1つは金融機関の頭取クラスから構成されるシ団世話人会(ときおり、シ団懇談会とも称された)で、もう1つが常務クラスからなる月例世話人会である。年々の国債発行に関するシ団引受けの基本は前者の世話人会が大筋を財政当局と合意し、国債発行の実務的な種々な問題点は後者の世話人会

表 7-3 国債発行等懇談会

		40年度分		41		42		43		44	
		開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称
国債発行等懇談会		40.11.18 (木)	第1回	40.12.30 (木)	第2回	41.12.24 (土) 42.9.7 (木)	第3回 第4回	42.12.28 (木)	第5回	43.12.26 (木)	第6回
シ団世話人会 (頭取クラス)		40.12.20 (月)	第3回 世話 人会	41.3.18 (金)	第1回 世話 人会	42.3.17 (金)	シ団世 話人会	43.3.21 (木)	シ団世 話人会	44.3.24 (月)	シ団世 話人会
月例世話人会 (常務クラス)	4月債			41.3.25 (金)	第2回 世話 人会	42.3.24 (金)	第13回 世話 人会	43.3.29 (金)	第25回 世話 人会	44.3.25 (火)	第37回 世話 人会
	5			4.22 (金)	3	4.22 (土)	14	4.26 (金)	26	4.22 (火)	38
	6			5.25 (水)	4	5.23 (火)	15	5.24 (金)	27	5.23 (金)	39
	7			6.24 (金)	5	6.16 (金)	16	6.25 (火)	28	6.24 (火)	40
	8					7.25 (火)	17	7.23 (火)	29	7.29 (火)	41
	9			8.23 (火)	6	8.25 (金)	18	8.27 (火)	30	8.26 (火)	42
	10			9.20 (火)	7	9.26 (火)	19	9.20 (金)	31	9.29 (月)	43
	11			10.21 (金)	8	10.20 (金)	20	10.26 (土)	32	10.25 (土)	44
	12			11.22 (火)	9	11.24 (金)	21	11.25 (月)	33	11.25 (火)	45
	1	{	第1回 世話 人会	40.12.10 (金)	10	12.23 (金)	22	12.25 (水)	34	12.24 (水)	46
			2	12.17 (金)							
			4	12.28 (火)							
	2		5	41.1.26 (水)	11	42.1.28 (土)	23	44.1.28 (火)	35	45.1.28 (金)	47
	3		6	2.24 (金)	12	2.21 (火)	24	2.26 (金)	36	2.25 (水)	48
備考		3回…発行条件・手数料、シ団分担率決定 7年 6.5% 98.60円 50銭		11回…国債買いオペ発表 12回…シ団分350億円の減額発表		25回…出納整理期間の払込みに ついて3月21日 シ団世話人会 …42年度の最終 処理方針		25回…5万円券発行について 26回…別枠非課税について 34回…1000億円減額発表 36回…減額最終決定額発表		7回発行懇…シ団分400億円減額発表 49回…出納整理期間予定881億円の取りやめ発表	

(注) 昭和47年10月19日の発行等懇談会(*印)は関係者の了解を得たうえ、持回り方式とした。
(出所) 大蔵省資料Z598-13-4.

及び世話人会の開催状況

45		46		47		48		49		50	
開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称	開催日	名称
45.1.21 (水)	第7回	45.12.21 (月) 46.10.11 (月)	第8回 第9回	46.12.27 (月) 47.10.19 (木)	第10回*	48.1.5 (金)	第11回	48.12.21 (金)	第12回	49.12.27 (金) 50.10.8 (水)	第13回 第14回
45.3.19 (木)	シ団世 話人会	46.3.19 (金) 46.11.10 (水)	シ団世 話人会	47.3.30 (木)	シ団世 話人会	48.3.30 (金)	シ団世 話人会	49.3.28 (木)	シ団世 話人会	50.3.25 (火) 50.11.10 (月)	シ団世 話人会
		46.3.30 (火)	第60回 世話 人会								
45.4.18 (土)	第49回 世話 人会	4.27 (火)	61	47.4.28 (金)	第70回 世話 人会	48.4.27 (金)	第81回 世話 人会	49.4.26 (金)	第92回 世話 人会	50.4.28 (月)	第103回 世話 人会
5.22 (金)	50	5.25 (火)	62	5.26 (金)	71	5.25 (金)	82	5.28 (火)	93	5.27 (火)	104
6.26 (金)	51	6.25 (金)	63	6.27 (火)	72	6.26 (火)	83	6.25 (火)	94	6.27 (金)	105
7.28 (火)	52	7.27 (火)	64	7.28 (金)	73	7.27 (金)	84	7.26 (金)	95	7.30 (水)	106
8.25 (火)	53	8.27 (金)	65	8.25 (金)	74	8.28 (火)	85	8.27 (火)	96	8.28 (木)	107
9.25 (金)	54	9.28 (火)	66	9.26 (火)	75	9.28 (金)	86	9.24 (火)	97	9.27 (月)	108
10.27 (火)	55			10.27 (金)	76	10.30 (火)	87	10.29 (火)	98		
11.24 (火)	56			11.24 (金)	77	11.27 (火)	88	11.26 (火)	99	11.10 (月) 11.28 (金)	109 110
12.25 (金)	57	12.17 (金)	67	12.21 (木)	78	12.27 (木)	89	12.24 (火)	100	12.26 (金)	111
46.1.22 (金)	58	47.1.28 (金)	68	48.1.25 (木)	79	49.1.25 (金)	90	50.1.28 (火)	101	51.1.27 (火)	112
2.23 (火)	59	2.25 (金)	69	2.23 (金)	80	2.25 (月)	91	2.25 (火)	102	2.27 (金)	113
8回発行懇…シ団分500億円減額発表 60回…減額最終決定額発表		9回発行懇…シ団分5500億円増額発表 67回…1月以降の条件改定発表		76回…シ団分1700億円増額発表		シ団世話人会…減額最終決定		シ団世話人会…減額最終決定		第14回発行懇3兆4800億円増額発表	

で詰められていた。世話人会とは別に、国債発行全般に対し関係する有識者の意見を聴くため、後述するような国債発行等懇談会も設けられていた。

表7-3に、この3者の開催状況が昭和40～50年度間に整理されている。国債発行等懇談会は、おおむね前年度の12月に定期的に開催され、さらに年度の間年に年度によって不定期にもう1回開催されている。一時、「国債発行等懇談会の随時開催——弾力的発行に関連し、経済情勢が変わったような場合には、必要に応じ、広く各界の意見を聞く機会をもちたい」¹⁾とする提案も出されている。しかしこの随時開催は実現しなかった。

シ団世話人会(頭取クラス)も、同様に年1回、新年度がスタートする1カ月前の3月に常時開催されている。例外的に、年度の間でも開催されたことがあるがこれはごく限られた年度である。この頭取クラスの会合は、その年度の国債発行の大枠を取り決めるもので、実施にあたっての詳細は月例世話人会(常務クラス)にゆだねられていた。この月例世話人会は、表7-3にみられるように毎月必ず開催されている。

シ団世話人会では、主として新年度の発行総額、上期・下期の配分が定期的なテーマでその他その時々状況に合わせ発行条件、シ団引受けシェアなどが議論の対象とされている。42年3月18日に開催されたシ団世話人会の状況を簡単にみておこう。出席者は、大蔵事務次官、理財局長、日銀副総裁、国債局長のほか、都銀をはじめとするシ団側の代表者からなっていた。

この席上述べられた事務次官ならびに理財局長の挨拶から、この世話人会の論点をうかがえる。²⁾

次官あいさつ要旨

1. 41年度の国債発行については、シ団各位及び日本銀行の格段の御協力をいただき、心から謝意を申しのべたい。
おかげをもって、国債の円滑な発行、消化が行なわれ、本格的公債政策の第1年目として、財政に課せられた使命を果たすことができた。
2. 42年度の国債発行については、正式には暫定予算および本予算の成立をまって協議すべき問題であるが、4月からの発行を考えると、時間的余裕がないので、本日御参集いただいた次第である。
3. 42年度の経済運営においては、国際収支の均衡と物価の安定に細心の注意を払いながら、いかにして現在の景気上昇を持続的な安定成長路線に結びつけて

いくかが最大の要であり、財政金融政策の運営にも、従来以上の機動性、弾力性が要請されるものと考えている。

4. 42年度の7800億円の国債発行については、今後シ団および日本銀行と緊密な連絡をとりながら、円滑な発行を行なっていきたいと考えているので、何分よろしく御協力願いたい。

なお、その発行条件等については、現在これを変更すべき特段の事情も認められないので、41年度の例にならいたいと考えている。

理財局長補足説明要旨

1. ただいま次官からごあいさつのあったとおり、41年度の国債発行については、格別の御協力をいただき、発行者として、心から感謝している。
2. 42年度の国債発行についても、41年度同様何分よろしく御協力願いたい。
大蔵省としての考え方については次官から申し上げたとおりであるが、私から若干補足すれば、皆さんが最も関心をお持ちの上期・下期の配分については、いろいろ御意見はあろうが、上期・下期半々各3900億円ということではどうかと考えている。
3. 4月・5月は暫定予算となるが、国債については前年と同額の1900億円の発行を予定している。年間発行量の増加を考えればもう少しふやしたかったが、国会対策もあってやむをえなかった。

なお、現在、大蔵省と日銀の間で4月以降の月別資金需給がどうなるかを検討中であるが、第1四半期の見通し及び4月の発行額については、来週末に世話人会を開催して御相談したいと考えている。

この世話人会は、形式的には大蔵省、日銀から国債発行に関しシ団側へ協力を要請し、シ団側もこれを受け入れるという内容のものであった。事前に当局とシ団幹事役との間で、ある程度の詰めが行われている。この際、シ団側から毎年のごとく要望のあったことは、国債発行にあたって弾力的な運営をしてほしいということであった。たとえば、次のごとき発言がシ団側よりなされている。³⁾

昭和46年度の発行額が、現下の難しい景気情勢にもかかわらず、前年度並みとなりましたことは、多としておりますが、私ども、シ団といたしましては、相当の努力をはらって国債を引受けているのが実情だということでございます。

したがいまして、昭和46年度国債の消化につきましては、ご協力申し上げることにやぶさかではございませんが、今後の発行に当っては従来と同様弾力的な運営をお願いしたいと思います。

一方これに対し、月例世話人会(常務クラス)は毎月の発行規模を具体的に決定するために開催されていた。国債発行等懇談会、シ団世話人会が年々の大枠を決めた後、それを年度間でどう円滑に消化しうるか実務レベルの交渉が、この世話人会の主たるテーマであった。と同時に、シ団を通じての国債の円滑な発行を側面から支持するため、資金需給に合わせて日銀が買いオペを実施することも、あらかじめ明らかにされた。月々により資金の季節的要因もあり、資金不足がしばしば生じるので、かかる点、シ団との交渉において日銀の役割は重要である。

シ団の引受額との関連もあり、資金運用部引受けもこの世話人会でたえず要望されていた。しかしシ団側は、「国債発行についての弾力的運営」を前提に、おおむね当局側の要望を受け入れており、毎月の発行規模はスムーズに決められていた。もちろん、毎月の発行額以外にも、手数料、利子課税の特例、引受けシェアなどについて、双方から意見が出され検討が行われていた。

一方、国債発行等懇談会は、40年11月12日の省議決定でその開催が正式に決められたものである。その狙い、開催日などは、次のようになっている。⁴⁾

(1) 国債発行等懇談会は、大蔵大臣が、国債、政保債等の発行規模等に関し、参考として民間の意見を聴くために開かれているものであり、翌年度の国債、政保債の発行額、当該年度の減額等について懇談が行われている。

(2) 懇談会の開催日は、例年予算編成方針閣議決定の直前となっている。

そしてその出席者の顔ぶれは表7-4にみられるように、日銀総裁以下、国債発行に関連する各機関の責任者である。その開催趣旨からして、大蔵省は主として出席者から意見を聴くということに重点がおかれていた。議題は広範囲に及び、国債、政保債の発行規模に限定せず、出納整理期間中ならびに暫定予算下の国債発行問題、市中消化の規模、年度内の上・下期の発行枠、証券シェアの問題などが取り上げられている。

第8回の懇談会(45年12月21日)の席上で、福田赳夫大蔵大臣は次のような挨拶を行っている。懇談会の性格が明らかになるので引用しておこう。⁵⁾

来年度予算も大詰めの段階を迎え、おおよその見通しが立てられるに至りましたので、国債及び政府保証債の発行規模等の問題について、御懇談いただきたいと存じます。

(1) この懇談会は、5年前、私が大蔵大臣として、戦後わが国財政に新しく公債政策を導入いたしました際、皆様の御意見を伺うためにお集り願ったのが最初でありました。わが国経済は、その後深刻な不況を克服し、5カ年にわたる拡大を続けてきたところであります。

(2) わが国経済は、周知のように、長期にわたる記録的な景気の上昇を続けてまいりました。

したがいまして、昭和46年度予算編成にあたりましては、財政規模及び公債発行額を適度なものとするとともに、その運営にあたりましては、景気の動向に即応して弾力的に対処してまいる必要があると考えます。また、財政投融资計画につきましても、予算と同様の見地から対処する所存であります。

(3) このような基本的方針のもとに、来年度の国債及び政府保証債の発行額は、国債については4300億円程度、政府保証債については3000億円程度とそれぞれ本年度と同額といたしたいと考えております。このうち民間資金による消化といたしましては、国債4000億円、政府保証債3000億円程度を期待いたしております。

なお、資金運用部資金による国債の引受けは、300億円程度を予定しています。

以上が、政府が来年度に発行を予定しております、国債及び政府保証債の概要でございます。何卒、皆様の十分な御理解と御協力を賜りますようお願い申し上げます。この機会に忌憚のない御意見をお聞かせ願えれば幸いに存じます。

この懇談会において、最も影響力のある関係者が新年度の発行規模・方法をオーソライズするという制度上の慣行が次第に成立してきたことを物語っている。

〔注〕

- 1) 「42年度国債についてのシ団世話人会(頭取クラス)の開催について(案)」(理財局)(大蔵省資料Z24-99-3)。
- 2) 「42年度国債についてのシ団世話人会(頭取クラス)開催について」(昭和42年3月6日理財局)(大蔵省資料Z24-99-4)。
- 3) 「頭取クラス世話人会議事概要」(昭和46年3月20日理財局)(大蔵省資料Z24-115-4)。
- 4) 「国債発行等懇談会の開催について」(昭和45年12月9日理財局)(大蔵省資料Z24-115-5)。
- 5) 「第8回国債発行等懇談会における大蔵大臣挨拶要旨(案)」(大蔵省資料Z24-115-6)。

表 7-4 国 債 発 行

	第 1 回	第 2 回	第 3 回
日 時	40.11.18 午後 2 時	40.12.30 午前 9 時 30分	41.12.24 午後 2 時 7分
場 所	第 一 公 邸	赤坂プリンスホテル	ホテルオークラ
〔出席者〕			
日 銀 総 裁	宇佐美 洵	→	→
財政制度審議会会長	小 林 中	→	→
金融機関資金審会長	中 山 伊知郎	→	→
金融制度調査会会長	山 際 正 道	→	舟 山 正 吉
証券取引審議会会長	堀 越 楨 三	→	→
全 銀 協 会 長	岩 佐 凱 実	→	田 中 久兵衛
日 証 連 会 長	福 田 千 里	→	→
政保債シ団代表・ 興銀頭取		中 山 素 平	→
日 銀 副 総 裁	佐々木 直	→	→
そ の 他			
〔大 蔵 省 側〕			
大蔵大臣・事務次官	→	→	→
官房長、主計局長	→	→	→
主税局長・理財局長		→	→
銀行局長・証券局長	→	→	→
日銀政策委員・ 財務調査官	→	→	
文書課長・ 理財総務課長	→	→	
国債発行準備室長	→		

（出所） 大蔵省資料 Z 24-115-7.

3 証券引受けシェア問題

国債の個人消化は、図7-1で示したように当初証券会社の引受けを媒介として行われた。しかしながら、シ団に参加し10%のシェアを引き受けることは証券会社にとってかなりの重荷であった。国債発行が定着した41年度以降、この証券会社の引受けシェアがたえず問題となった。

等 懇 談 会

45.12.8 理・総・企調べ

第 4 回	第 5 回	第 6 回	第 7 回
42.9.7 午前10時	42.12.28 午前 9 時	43.12.26 午後 3 時	45.1.21 午後 3 時 10分
赤坂プリンスホテル	ホテルオークラ	ホテルオークラ	ホテルオークラ
→ → → → → 田 実 渉 → → →	→ → → → → → → →	→ → → → → 長谷川 重三郎 瀬 川 美能留 正 宗 猪早夫 → 一橋大学名誉教授 中 山 伊知郎	佐々木 直 → → → 横 田 都 → → 河 野 通 一 →
→ → 主税局長 → 国金局長 日銀政策委員・ 財務調査官(2)	→ → → → → → 理財局次長、 文書課長 調査企画課長・ 理財総務課長 国債課長	→ → → → → → 竹内審議官 林 〃 → → → → 資金課長	→ → → → → → 赤羽審議官 → → →

昭和42年度の世話人会(頭取クラス)において(開催日42年3月17日)、証券側の代表が個人消化に関し、次のごとく述べている。¹⁾

41年度は当初10%という目標であったが、幸いこれを超え、2月まで786億円、3月の50億円を加えると836億円になる。2月までの個人消化は694億円で88.4%となる。件数では総件数211,000件のうち個人は98.7%に達する。1件当たりは全体で370,000円、個人分333,000円になる。このようにほぼ期待に沿った販売を行なったとみている。

42年度については、金融情勢の変化を考えると一抹の不安はあるが、42年度も41年度のように地道に努力を重ねたい。なんとか質のよい消化を心がけている。月別には41年度同様毎月平均して取り扱わせてほしい。

証券会社の取扱いは、零細な資金を多くの件数でカバーしており、手数料や経費がかかるので、かねて無理をお願いして御配慮してもらっているが、率直にいった経営上、今の手数料では犠牲がありむずかしい。折にふれていっているが、これから個人消化の促進がさらに必要なので、特段の御配慮を願えば一段と奮起できる。

それではなぜ、このような10%の証券シェアが制度として決められたのであろうか。これに関して次の3点が、指摘されている。²⁾

国債が発行されて以来、証券会社の国債引受けは、シェアで決められ、その当初予定は10%とされてきた。

このシェア10%論には必ずしも明確な根拠があるわけでないが、一応の考え方としては、

- ① 国債の個人消化は、国債の安定的消化の確保、健全な国債市場の育成等の見地からきわめて重要なので、少なくとも10%程度の個人消化を確保したいこと。
- ② シ団メンバー30のうち証券が4社を占めており、その割合 $4/30=13.3\% \approx 10\%$ 程度は証券が引き受けるべきであること。
- ③ 少なくとも、証券団が募集業務を行なう者として参加する以上10%くらいは売りたいという証券会社からの希望もあったことなどがあげられよう。

しかしながら実際に国債発行・消化が行われたすと、証券—個人消化のルートで実質的に10%のシェアを確保するのが困難であることが次第に明らかとなってきた。証券会社の国債手持額、売戻し条件付販売額、証券会社に対する買いオペを差し引いて考えると、実質的な個人消化率は、

年度	消化率(%)
40	11.9
41	10.9
42	2.1
43(2月まで)(出納整理期間分を含む)	2.1
通年平均	5.9

と、年を追って悪化している。事実、10%以上のシェアを実現しえたのは、40、41両年度のみで、その後の大幅な実質シェア減は、この問題を深刻なものとし

た。

43年度以降、この問題は関係者の間で真剣な検討が始まった。とりわけシ団の中で、銀行が直接の影響を受けることから全国銀行協会(全銀協)の意向も重要なものとなってきた。当時、一般的に次のごとき選択肢が考えられていた。³⁾

証券シェア10%の維持をあきらめさせるか、あるいは、証券会社はその削減の意図を明らかにした場合、これの処理として、

- (1) シ団内の他のメンバーに上乘せする。
- (2) 10%の差額分につき銀行の窓口販売を認める。
- (3) 窓口販売を郵便局にまで拡大する。
- (4) 別種の個人向け国債を発行する。

の4つの方法が一応考えられる。

そして見通しとして、次のごとき見解が述べられている。

一般消化10%のシェア維持を固執せず、現行の発行消化体制を基本的に変えないとの考え方に立てば、(1)の上乘せ論が最も筋道が通っている。しかし、シ団が簡単にこれを受け入れるかどうかは問題であり、したがって、上記(2)~(4)の方法を検討せざるをえないであろう。

別種国債の発行は、予算上の問題もあり、43年度早々から実施することは、時間的にみて無理であるので、当面の解決策としては、役立たない。

また、郵便局売出しは、予算、法律上の問題や郵便貯金との競合問題があるので、将来はともかく、43年度から実施するのは、適当でないし、さらに、43年度個人消化10%維持のためには、量的にもそこまで行う必要はないという考え方もあろう。

したがって、銀行窓口販売論が、別枠非課税決定の際の経緯ともからんで、日銀、銀行局、証券会社や証券局の出方いかんによっては、現実性をおびた問題になる可能性が大きいとみられる。

一方の当事者である全銀協は、非公式に「各業界からシェア減少希望があるのに、これを抑えているのが現状であり、上乘せは、シ団内業界の説得が困難であるとして、差額分についての窓口販売であれば、これを受け入れる考えである」ことを示唆していた。

この証券会社シェアの問題は、付随して2つの問題を発生させた。

(1) 手数料の見直し

(2) 引受けシェア定率か定額か

(1)については別途、次節で述べるのでここでは(2)の問題に触れておこう。

まず、年度間の証券引受けを定率のシェア(10%)で決めることには、次の3つの難点があると考えられていた。⁴⁾

- ① 証券引受けの絶対額は、年度間の発行調整によって自動的に変更されてしまうので、証券会社として引受額の長期的な見通しが立てにくい。
- ② 年度末近くになって、発行調整(減額)を行う場合、シェア調整のためには、証券会社の引受けをゼロにしなければならないものと考えられるが、これは国債累積投資等の個人消化に重大な影響を与える。逆に証券会社の継続的引受けを実施するためには、意図的に剰余金をそれだけ増加せしめる結果となる。このように発行調整に円滑さを欠くこととなる。
- ③ 証券シェアを固定する場合には、国債市場の消化可能額とは無関係に証券引受額が決定されることとなり、その結果、国債市場に悪影響を与えたり、あるいは逆に個人消化が可能であるにもかかわらず消化を見送るといった事態も考えられる。このように、国債市場との調和を図ることが困難となる。

次いで、定額にした場合の利点が次の4点に整理される。

証券引受分を定額とした場合の利点と問題点

このような問題点を解決するために、年度間の証券引受けについては、シェアにこだわらず消化可能額に見合った絶対額で定めるという考え方がありえよう(消化可能額がいくらかについては、いろいろ議論があろうが、現在の市場を前提とするかぎり多くとも35億円程度と考えることができよう)。

この考え方の利点は、主としてシェア論に伴う問題点を回避することができる点にある。すなわち

- ① 証券会社の年度間の販売額がはっきりするので、販売がたてやすい。
- ② 年度間の発行額がどう変化しても、個人消化を継続的・安定的に行うことができる。
- ③ 発行者側の年度間調整も行いやすくなる。

- ④ 当初の年度間引受予定額が適切な場合には、市場消化可能額に見合っ
て引受けが行われるようになり、このため、シェア10%確保のため出てくる
売れ残り等の種々の無理をなくすることができる。

しかしながら定額方式に、なんら問題がないわけではない。問題点として、次の4点が列举される。

- ① 証券引受額を定額で決める以上、証券手数料についても、一律に68銭を保証すべきであるとの主張が証券会社から強く主張されよう。その場合、シ団内で調整がつかない際は(その可能性はきわめて大きい)、引受手数料の総額を増加すべきであるとの議論に発展する公算が大きい。
- ② 債券市場は本来、きわめて流動的なものであり、それにもかかわらず年度間一定額の引受けを約束することに対し証券会社は強く抵抗するであろう。
- ③ 同一シ団内にありながら、責任分担額が定額のものシェアのものに二分されることになるが、これは本来のシ団のあり方からみて不合理であり、したがって証券会社のみシ団を別に編成すべきであるとの議論を誘発しやすくなる。
- ④ 証券引受額を決定した際、その額が全体の10%を下回っていると10%のシェアの維持が困難になったので、定額方式に切り替えたのではないかと憶測されることになる(したがって、この方式に切り替える時期については慎重に検討する必要がある)。

この時点(44年2月)では、財政当局は明らかに定額方式に軍配をあげ、次の
ごとき具体的に移行の時期も考えている。

証券引受けの定額方式は、理論的に筋道の通った考え方であり、いずれかの
の時期においては、現行シェア方式から定額方式に切り替えざるをえないと
考える。しかし、問題はそのタイミングである。これについて、

A案 44年度から

B案 45年度から

の2案がある。

しかしながらこの決断は、翌年には早くも変更されている。定率あるいは定
額方式の長短を比較検討したうえで、次のごとく結論している。⁵⁾

定率方式と定額方式のどちらも一長一短であり、また、どちらが筋が通っているかもいちがいに言えない。定率方式から定額方式への移行の必要性がそれ程緊急のものとは思われない現在においては、現状維持が妥当である。

その後、発行条件の改定、税制面での消化促進策などが導入されたこともあり、次第に個人の国債消化が円滑になりだした。かかる点、頭取クラス世話人会の席上で証券界代表が次のごとく述べている。⁶⁾

45年度を顧みますと、44年度に引続き厳しい環境下にありましたものの、4月からの条件改定や、税制面での消化促進策の実現をみまして、国債貯蓄の浸透、純粹個人消化の定着がみられ、順調な消化をご報告できますことは、関係各方面のご協力によるものと厚くお礼申し上げます。

46年度の消化につきましても、引続き個人中心の安定消化を促進し、良質な国債消化の定着に一段と努力を重ねて参る所存でございます。

かくして証券引受けシェア10%の問題は、個人消化がある程度順調に定着したこともあり、次第に沈静化することになった。

〔注〕

- 1) 大蔵省資料Z24-99-5.
- 2) 大蔵省資料Z597-7-1.
- 3) 大蔵省資料Z597-3-3.
- 4) 大蔵省資料Z597-3-4.
- 5) 大蔵省資料Z24-116-1.
- 6) 大蔵省資料Z24-115-8.

第2節 国債市場と発行条件

1 発行条件の設定

国債は、当初(昭和41年1月の時点)シ団との契約をふまえ次のごとき条件で発行された。

発行価格	100円当り98円60銭
利 率	年6.5% 年2回払い
償還期限	7年
応募者利回り	6.795%(ただし、銀行団が引き受ける場合、引受手数料48銭を含めると6.898%となる。)

この発行条件の決定に際しては、当時種々な意見が出され、それらを勘案して最終的に取り決められた。¹⁾ 最初、金融界、証券界、日銀そして大蔵省の一部にも新規国債の応募者利回りを、7%台にすべきだとの強い要望があった。その理由として、次の3点が挙げられる。

- ① 戦前とちがい今日では発行主体による信用力の差はほとんどないが、準国債というべき政府保証債の利回りが7.05%となっていること、
- ② 金融機関の資金コストが都銀、地銀および信用金庫以外は7%以上であること、
- ③ 個人消化を考えた場合、他の債券利回りとの関係はともかく、5年もの貸付信託(当時7.37%)、1年もの割引金融債(当時6.22%)とのバランスからいって、7%台を割ってはとうてい消化困難なこと、

などである。

このような要望があったにもかかわらず、しかし最終的には約6.8%に決定された。これはひとえに、他の各種債券の利回りが7%の水準を超えていたということによる。政保債、地方債、事業債A格、B格の各々の発行条件は、表7-5で示されるごとくであった。

かくして市中消化の原則を建前にする以上、他債券の応募者利回りとのバラ

表 7-5 現行の各種債券の発行条件

	国債	政保債 (公社・公団債)	公地方債	A格事業債 (電力債等)	B事業債
利率(%)	6.5	7.0	7.3	7.3	7.3
発行価格(円)	98.60	99.75	99.75	99.50	98.75
償還期限(年)	7	7	7	7	7
応募者利回り(%)	6.795	7.053	7.354	7.408	7.573

表 7-6 応募者利回りの内容

	A案	B案	(備考) その他の案
発行価格	98円60銭	97円50銭	96円20銭
利率	6.5%	6.3%	6.0%
応募者利回り	6.795%	6.827%	6.801%

ンスを考慮せねばならず、とりわけ政保債との関連で若干低い6.795%になるように、発行条件が設定された。この応募者利回りを実現させるためには、発行価格とクーポン・レート(利率)の種々な組合せがありうる。表7-6のように2案がシ団に提示され、シ団がA案を選択した。²⁾

この選択にあたりクーポン・レート6.5%に次のごとき3つの理由から、財政当局はかなりのこだわりをみせていた。

6.5%より低くすることについては、次のような点で問題があると判断された。

- ① 6.0%とすれば、利率の体系として、地方債7.3%、政保債7.0%の次の6.5%をとばすことになるが、それは、国債を先兵として今後無理に低金利政策を推し進めるのではないかという疑惑をよび、金融界から無用の反発を招くこと。
- ② 6.25%というような端数をつけることはわが国の慣行になく、また①と同様の感を与えること。
- ③ 国債の利率を低くすると発行価格が相当低くなるが、上場された場合に形成される市場価格のことを考えると(他の債券の発行価格はB格事業債で98円75銭のほかはいずれも99円以上)、国債の信用、品位という点で問題を残すこと。

表 7-7 金融機関の資金コストと国債の利回り

	預金・債券コスト	貸出金利回り	備考
国債利回り (48銭こみ)	6.795 (6.898)		
全国銀行(41/上)	6.59	7.53	コストは法人税、住民税を除いたもの
都市銀行(〃)	6.30	7.13	〃
長期信用銀行(〃)	7.63	8.69	〃
地方銀行(〃)	6.31	7.86	〃
信託銀行(〃)			
相互銀行(〃)	掛金・預金原価 7.04	給付貸出利回り 8.78	〃
信用金庫(40)	総資金原価率 6.89	総資金運用利回り 8.52	〃
信農連(〃)	貯金借入金原価率 7.71	運用勘定利回り 7.85	
生保(〃)	—	総資産運用利回り 8.24	コストには法人税、住民税を含む

さて、このような発行条件による国債利回りは、金融機関の資金コストとどのような関係になっていたのであろうか(表7-7参照)。国債の大部分は、シ団のルートを通じ金融機関によって引き受けられるだけに、金融機関が国債を投資対象としてどうみていたかは重要である。

都市銀行、地方銀行について、国債利回り6.795%は預金コストに関し順軌になっているが、しかしそのほかはいずれも逆軌である。さらに貸出金利回りより国債利回りはかなり低く、金融機関にとって国債を魅力ある投資物件にしにくい状況にあった。これがその後の発行条件改定の要求と結びつくことになる。

一方、償還期間7年についても建設国債として短すぎるとの批判も出されていた。しかし、当時物価上昇の継続中で長期の国債に対し一般に難色が強かったこと、それに既存の政保債、事業債が7年で市場の構造からしてそれ以上のものにするのは難しいという事情から、一応7年ということにされた。国会では、建設国債である以上、15年でも、20年あるいは30年でもよいわけなので7年後にも一部、借り換えていくとの答弁が行われていた。

〔注〕

- 1) 「国債の発行条件についての考え方」(昭和41年12月7日理財局)(大蔵省資料Z24-95-4)。
- 2) 「国債の発行条件について」(昭和41年12月7日理財局)(大蔵省資料Z24-95-5)。

2 国債上場

国債は昭和41年1～3月の間に発行されたものが第1回債として、シ団ならびにシ団外つまり証券会社を通じ民間で保有されだした。発行された後、次の大きな問題は国債をいつ取引所に上場するかであった。国債の流通市場育成のためには、取引所への上場は不可欠であった。

一般に、国債を取引所に上場する効果として次の2つが考えられた。

- (1) 国債保有者に対し、適正価格での換金市場を提供できる。
- (2) 国債の発行条件、発行量を市場で形成される適正価格との関連で決定できるようになる。

国債は41年5月初め頃から店頭で取引が行われるようになり、6月30日以降、東京証券業協会から毎週、第1回債の気配値が公表されるようになった(気配値は最初、98円50銭、それ以降9月の段階まで98円45銭)。取引量も次第に増加し、国債の売買高は次のごとく推移していた。

41年5月中	271百万円
6月中	295
7月中	914
8月中	1,155

財政当局は国債発行以後、その取引所への上場の時期をうかがっていたが、41年9月の段階で次のごとき決断をしている。¹⁾

このように環境も整ってきたと思われるので長期金利の一部改定実施の時期をとらえて、きたる10月1日(土)から、第1回債を東京、大阪両取引所において上場することとし、このための手続をとることとしたい。

なお、第1回債の上場と前後して、第2回債(4～6月発行)の気配交換を開始することとし、以後、順次適当な間隔をおいて第2回債以下の上場、気配交換を行なっていくこととしたい。

しかしながら、この決定を下す前に、半年間ほど種々な角度から検討が行われていた。当時、国債の取引所への上場について、2通りの考え方が出されていた。²⁾

- (1) 気配交換の段階を終え上場する考え方
- (2) 時期をみて直ちに上場する考え方

この各々について、次のごとき理由が示されている。

まず(1)の気配交換を経て漸次、上場する考え方について、

- (一) 国債は、なんといっても債券中の指導的銘柄であり、取引所上場の結果が思わしくなかった場合の影響も大きいので、上場については、慎重な態度をとるべきであり、まず気配交換の手続をふむべきである。
- (二) 国債消化の実態、消化後の転売等の流通状況、市場価格形成の実態等を気配交換の内容によって見きわめ、それにもとづいて、爾後の国債消化の方策、国債の流動化策等について検討・改善を加え、そのうえで、取引所上場を行うべきである。
- (三) 取引所上場後、戦前におけるような活発な国債取引を期待するためには、金利の自由化、債券種類の多様化、投資家層の多様化、資金需給の緩慢化とその質的改善等幾多の条件の実現が基本的前提であり、これらの条件熟成が不十分な時点において、国債の取引所上場を軽率に考える必要はなく、むしろ気配交換の程度で十分なりとして満足すべきである。

(注) 実際的という考え方もある。

- (四) 少なくとも、新規国債の発行後1年を経過して、国債が日銀オペの対象になるという流動性がついた段階以降の問題として、取引所上場を考えるのが实际的である。
- (五) 取引所上場後適正価格で適正量の市場取引を期待するためには、消化層の多様化(売り買いの誘因の交錯)と国債残高の増大(取引背後の莫大な供給可能量)とが必要条件であり、とくに後者の国債残高がある一定水準に達するまでは取引所上場を早急に考える必要はない。

(注) 1日1億円の市場取引とすれば、年間300億円の取引高となり、国債残高に対する取引高の比率を戦前の事例からみて一応10%程度が妥当と考えれば、国債残高が3650億円に達する必要がある。

一方、(2)の直ちに取引所上場を行うべしとする考え方の理由として2点が挙げられていた。

- (一) すでに政保債の取引所上場で、国債上場のルールは敷かれており、とくに新たに検討を加えるべき国債固有の問題も存在しないと考えられる。
- (二) 国債のような消化層も広く、厚く、かつ一銘柄大量流通の条件を備えた債券が、取引所に上場・取引されないとするならば、債券市場の発達はありえないこととなる。

当初の2つの考え方のうち、第1回債発行直後から上場するのは難しく、結局、前述のごとく(1)の気配交換を見守ってから上場というプロセスがとられることになった。国債を取引所に上場した際の1つの心配は、国債の流通価格がどうなるかということであった。国債発行方式から明らかなごとく、国債の流通・取引は、証券会社を経由するいわゆる個人消化のルートで販売されたものに限定される。したがって、国債の発行条件から98円60銭で発行されたもののみが流通の対象になっており、シ団メンバーが自己消化した98円12銭(=98円60銭-48銭)の分については対象外であった。つまりインターバンクの取引はまだ始まっておらず、国債の取引は証券業者取引分のみである。このような限定された取引を前提に、10月1日からの国債上場が議論されていた。

上場すれば当然のこと、値崩れの可能性もあらかじめ考慮しておく必要がある。そこで流通市場における国債価格支持対策として、次のごとく検討が行われていた。³⁾

1. 買操作の主体

- (一) 国債整理基金
- (二) 資金運用部

- (1) 運用部原資にかつてのような大幅な余裕が見込まれなくなっている以上、運用部資金の機能に過大の信頼と期待を寄せることは無理と思われるが、現実問題として相当の短期証券が存在しているし、国の中で資金を扱う一大機関であることからみて、整理基金の機能等との関連もあるが實際上相当程度依存期待せざるをえない状況となろう。
- (2) 短期的な運用としての国債売買にとどまるならばとくに問題はないが、状況のいかんによっては、国債の買い一方となって国債保有の累

増を招き、資金運用部としての本来の機動性を失うことにもなりかねない。

- (三) 日本銀行 日銀が独自の資金で国債の価格支持を行うことは、期待すべきでない。すなわち、日銀は、金融調節の必要上、国債を対象とするオペレーションを行うことはあるが、その範囲を超えて国債の価格支持のために国債買入れを行うことは適当でない。

2. 買操作の根拠法令

価格支持、買操作自体についての根拠法令(たとえば、その機関の目的または機能の1つとして法令に明定されるような)はないが、国債の購入、保有についての規定は、それぞれ次のようになっている。

(一) 国債整理基金の場合

国債整理基金特別会計法 §4, I (日銀がその事務を取り扱う)

〃 §6 (ただし、買入銷却)

国債証券買入銷却法 §1

(二) 資金運用部の場合

資金運用部資金法 §7

(三) 日本銀行の場合

- (1) 日銀が自己の判断にもとづいて、または国の指示にもとづく場合であっても、日銀の資金を使用して、国債の価格支持のための買操作を行うとすれば、それは日本銀行法との関係で問題の余地がある。すなわち、日銀法§20〔通常業務〕は、その第5号において国債の売買を認めているが、これは、あくまでも§1〔目的〕にある「通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズル」ことの範囲内にとどまるべきであり、その範囲外の行為は日銀法違反の問題を生ずる余地がある。
- (2) 日銀が国債の価格支持のための買操作を行う場合は、「国債ニ関スル法律」§1, IIによる国債に関する事務の一種として観念すべきこととなろう。

3. 買操作の予算的措置

国債整理基金特別会計において相当額の資金を常時準備しておく必要が

あろう。

4. 買操作を行う場合の使用証券会社

買操作のための国債買入れを行う場合には、当然証券会社を使用することとなるが、その証券会社をどのように選定するかの問題がある。

5. 証券会社に支払う手数料

(一) 一般並みの委託手数料を支払う場合と

(二) 委託者が国であること、取引の特殊性等から割引手数料による場合とが考えられよう。しかし、後者の場合、「手数料収入によって証券会社の経営基盤を確立させる」「手数料割引のような過当競争を排除する」等の証券行政の立場を考慮する必要があるだろう。

6. 証券会社に対する国債買入れの指示の内容方式

(一) 支持目標価格によって買入れの指示をする方法

(注) この場合は、このようなことが法令上許容されるか、会計処理技術上可能かの問題があろう。

(二) 国債の購入価格と購入量を指示して、国債の買入れを行わせる。この場合、国債の購入価格を

(1) 最低価格で示す。

(2) 最高価格で示す。

(3) 購入してよい価格を何円から何円までという範囲形式で示す。

の3つが考えられる。

なお、指示する購入の期間、期日の問題としては

(1) その日だけの購入を指示する。

(2) 「今後何日間」の形式で示す。

(3) 支持目標価格の達成を期間で示す。

等の方法があろう。

さて、41年9月に入ると、国債上場も本格化してきた。上場の時期、手続、方法などについて、次第にその内容が整えられてくる。⁴⁾

まず上場の時期について、1～3月発行の1回債について8月20日に第1回利子支払が行われ、まったく同一の銘柄となったことをうけ、10月1日とされた。次のような文言がある。

過日、大蔵委員会における答弁において、長期金利の一部改定の時期が国債上場のひとつの有力なメドであると答えた経緯からも、また、取引所ははじめ関係者の準備体制からみても、きたる10月1日から上場を開始することが適当と考えられる。

この場合、東京及び大阪両取引所において同時に上場を開始する。

次いで上場開始の手続として、各種の文書を取引所側と交換し双方に合意を形成することになる。

上場開始の手続

上場予定日の10日程前(9月20日頃)に、上場方、および今後の市場取引の実体に関し資料提供方を要請する文書を発遣する。これについての回答を受理するとともに、取引所側において上場に伴い要請する事項(期限前償還または買入消却の通知等)について承認を与えるほか、請求により所定の上場手数料(一般社債と同じ料率)を支払う。

取引の方法については、あらかじめ取引所で前場、後場の2回にわたり立合いを行い、出来高および出来値を発表することになった。上場開始後の具体的な取引については、次のごとく考えられていた。

上場開始後の取引の要点は次のとおりである。

売買単位は100万とし、市場集中の義務づけはさしあたり100万～400万円とする。なお、この限度を逐次900万円まで引き上げて市場集中度を高めるよう配意することとなっている。手数料は20銭、つまりかりに市場価格が98円45銭とつけば、手数料こみでは売手は98円25銭、買手は98円65銭の値段となる。500万円以上の大量取引については、場外の仕切り売買が認められるが、取引所に事後報告されることとなっており、その仕切り価格は市場価格を基準とし、0.5%相当額の範囲内の加減が認められることとなる。つまり、かりに市場価格が98円45銭とつけば、上下49銭、98円94銭～97円96銭の範囲内で定めうることになる。なお、雑金融機関のコストは手数料48銭引きの98円12銭である。

上場後の問題点として、国債の価格付けに関心が寄せられている。とりわけシ団保有の国債の大量放出による値崩れが懸念されるが、これに関し当面の金融情勢が続くかぎり、その可能性はないとの立場をとっていた。

41年10月1日の第1回債の上場に引き続いて、それ以後に発行された国債の上場時期がすぐに問題となった。これに関し、次のごとき文書がある。⁵⁾

第2回債の上場時期

上場時期は第1回債の例にならえば、初期利子の支払後2カ月目にあたる1月4日からということになる。

しかし、第1回債の場合は戦後初めての上場であったこと(長期金利引下げとのタイミング)等の事情があったことをも考慮すれば、第2回債は、初期利子支払後、なるべく早い時期すなわち、12月1日からの上場が適当ということになる。

と同時に、この段階ですでに発行されている第3回債の気配発表の時期が検討されだしている。第1回債の上場が10月1日、第2回債がその気配発表を10月6日に行い、上場を12月1日とすると、第3回債の気配発表は12月1日(木)あるいは12月8日(木)と見込まれていた。いずれにしろ、それ以降国債は着実に上場され、市場メカニズムに従って価格設定が行われるルートができ上がることになる。

〔注〕

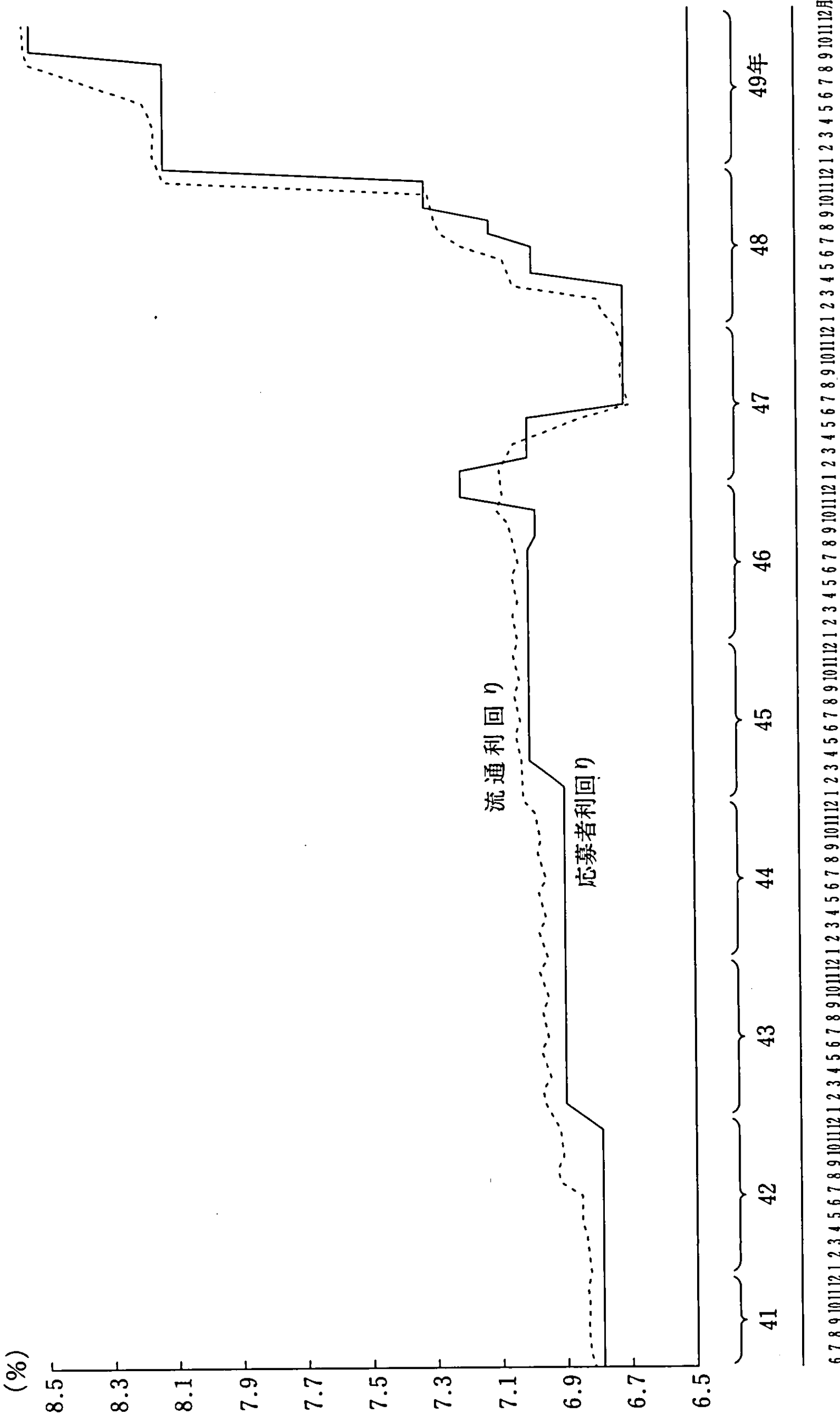
- 1) 「国債の上場について」(昭和41年9月14日理財局)(大蔵省資料Z24-96-1)。
- 2) 「国債の流通市場形成に関する諸問題」(昭和41年4月11日理財局)(大蔵省資料Z24-96-2)。
- 3) 同上。
- 4) 「国債の上場について」(昭和41年9月14日理財局)(大蔵省資料Z24-96-1)。
- 5) 「第2回債の上場等について」(昭和41年10月31日理財局)(大蔵省資料Z24-96-3)。

3 低迷する国債の市場価格

さて以上のような経緯で当初、国債の発行条件が設定され応募者利回り6.795%、発行価格98.60銭で市場に登場することになった。問題は国債がその後市場でどう評価され、その市場価格がどのように推移したかである。市場価格の動向は当然のこと、国債の発行条件の改定問題をひき起こす。

このような動向を明らかにするため、図7-2に国債の応募者利回りと流通利回りを昭和41～49年について月次データを用いて描いてみた。第1に、わずか

図 7-2 国債の応募者利回りと流通利回りの推移



(注) 1. 流通利回りは、残存期間の最も長い国債の店頭気配相場(月末)である。
2. 利回り格差は、(応募者利回り－流通利回り)として計算した。
3. 資料は日本証券業協会「公社債店頭気配相場」による。
(出所) 大蔵省資料Z598-5-1より作成。

表 7-8 国債の発行条件の推移

区 分	表 面 利 率 (%)	発 行 価 格 (円)	償 還 期 限 (年)	応募者利回り (%)
41. 1	6.5	98.60	7	6.795
43. 2	6.5	98.10	7	6.902
45. 4	6.5	97.60	7	7.011
46. 9	6.5	97.75	7	6.978
47. 1	7.0	98.90	10	7.189
47. 4	7.0	99.80	10	7.034
47. 7	6.5	98.70	10	6.717
48. 5	6.5	97.25	10	6.966
48. 8	7.0	99.25	10	7.128
48.10	7.0	98.25	10	7.302
49. 1	7.75	98.50	10	8.020
49.10	8.0	97.75	10	8.414
50. 8	8.0	98.25	10	8.320
50.11	8.0	98.75	10	8.227

(出所) 大蔵省資料 Z 598-5-2.

な例外を除いて大半の時期で流通利回りのほうが高いことがわかる。これは発行価格を市場で維持できず、市場価格はたえず発行価格を下回り国債相場が弱含みに推移していたことを示している。第2に、46年末まで応募者利回りの水準はきわめて硬直的である。明らかに発行条件の改定は市場実勢と連動せず、かなりの期間放置されていた。応募者利回りの変化がひんばんになるのは、48年以降のことである。

この間の事情は、表7-8で明らかとなろう。国債の発行条件が最初に改定されたのは43年2月であり、その後45、46年と1回ずつ改定されているが、47年以降その回数が多くなっている。

国債の市場価格の低迷は、当時の国債市場の構造的要因が介在していた。先述のごとく、国債の発行はシ団引受けと証券会社を経由する個人消化の2つのルートで行われていた。国債の市場価格はこのうち、一般的な個人消化分の売買によって形成されていた。市中消化、市場公募といいつつ全体の1割程度しか、国債市場で取引されないというきわめて歪んだ構造になっていた。

さらに悪いことに、日銀の買いオペは主として金融機関を対象とし、証券会社引受けの一般募集分はごくわずかし日銀買いオペにより吸収されなかった。

事実、東京証券取引所の調べによると、次のごとき状況になっていた。¹⁾

国債の発行消化状況は発行後1年を経過した国債(41年1月～41年9月発行分)についてみると、生保を除く金融機関の場合は当初引受額(4098億円)の約90%が日銀買いオペによって吸収され残りは約390億円にとどまり、大部分は事実上期間1カ年前後の短期証券に等しい結果となっている。

これに対し、証券会社引受一般募集分は、当初消化額(543億円)の約16%の日銀買いオペが行われたにとどまり、残存額は約450億円で、発行後1年の実質消化額は後者が前者を上回っている。

この結果、国債発行累計額の増加につれ個人消化分の国債が換金等のため、当然のこと売却されるケースも増えてくる。証券会社の懸命な販売努力によっても買手がつかず、かつ新規の募集残とも重なり、市場価格下落の大きな要因となっていた。

表7-9に、1回債から12回債までの市場価格の推移を41年10月から44年末まで示してある。98円60銭で発行された1回債は、41年10月に98円45銭と下落してから42年1月に若干戻したものの一貫して値を下げ、44年9月には98.00円までなっている。既発債の価格は、当然のこと2回債以降の新発債の発行価格を左右する。表に示されるように、おおむね新発債は既発債より5銭低い水準で価格を決定されている。このような国債価格の低下傾向から、日銀を含めた公的機関の買いオペの要請が高まりかつ発行条件見直しへと進捗することになった。

この国債の市場価格の下落を、財政当局はどうみていたのであろうか。理財局は、42年8月の時点で国債相場の実情について次の3点を指摘している。²⁾

- (1) 最近、国債価格の下落が相次ぎ、発行価格を相当割り込んでいるが、この水準でさえも、新発債消化への悪影響等に対する配慮から、大手証券会社の努力によって、維持されているのが実情のようである。これら証券会社の努力がなければ、国債価格はもっと下落していたとも考えられる。
- (2) 昨年1月以来本年7月までの証券会社扱い分は累計1232億円(市中消化額の12.1%)に達している。そのうち90%は個人向けであるが、そのすべてが7年間保有の安定消化層にハメ込まれているわけではなく、かなりの量が証券会社にハネ返ってきており、その手持量は次第に増加する傾向に

表 7-9 国債の市場価格の推移

(単位：円)

銘 柄	6 分利 1 回償	2 回償	3 回償	4 回償	5 回償	6 回償	7 回償	8 回償	9 回償	10回償	11回償	12回償
発 行 年 月	41. 1～3	4～6	7～9	10～12	42. 1～3	4～6	7～9	10～12	43. 1～3	4～6	7～9	10～12
上場年月	41.10	42.1	42.4	42.7	42.10	43.1	43.4	43.7	43.10	44.1	44.4	44.7
41.10. 1	98.45											
42. 1. 4		98.40										
1.24	98.50											
2.18	98.45											
4. 1			98.40									
4.18	98.40											
7. 1				98.35								
7. 5			98.35	98.30								
7.25				98.25								
8. 5		98.35										
8.10	98.35											
8.11			98.30	98.20								
8.14		98.30	98.25									
8.17			98.20	98.10								
8.18	98.25	98.20	98.15									
8.19			98.10	98.05								
8.21	98.20	98.15	98.05	98.00								
8.22	98.15	98.10										
10. 2					98.00							
43. 1. 4						98.00						
1. 6	98.05	98.00	97.95	97.90	97.90	97.85						
4. 1							97.85					
7. 1								97.80				
10. 1									97.85			
44. 1. 4										97.85		
3.31												
4. 1									97.80		97.85	
6.23									97.80			
7. 1												97.85
9. 3	98.00	97.95	97.90	97.85	97.85	97.80	97.80	97.75	97.75	97.75	97.80	97.80
9.22											97.75	
10. 1												
12.22												97.75

(出所) 大蔵省資料 Z 598-1-1.

ある。(この点は国債に限ったことでなく、多かれ少なかれ他の債券に共通の現象である。1年もの割引金融債ですら、2～3割はハネ返っているといわれている。)

このような状況を反映して、41年度は強気であった証券会社の販売姿勢も、最近次第に弱気になってきている。

こうしたハネ返り玉は、証券会社の再転売の努力はあっても、大きな量を期待しがたく、最終的には日銀の買いオペで吸い上げるほか道はない状況である。2月以来8月まで4回のオペで88億円が吸い上げられたが、なお、100億円以上が証券会社に滞留しているといわれている。

(3) このように現在の国債相場が、いわば証券会社の努力によつて維持されたものであることは、1月以降の債券市場利回り全体の動きの中で、国債だけが他の債券に比べて利回り上昇幅が著しく小さいことをみても容易に理解されよう。国債には、オペ適格という他の債券にないメリットがあるし、シ団メンバーの売りはまだ出ていないという特殊性はあるにしても、電力債、事業債、金融債、地方債が債券の格、当初発行条件に関係なく7.5%台に並び、政保債がこれに引っ張られている実情をみれば、本年に入ってから国債相場が、実勢を上回った価格であるという批判もあながち的外れとはいいいきれないものがある。

このような事態をうけ、財政当局は発行条件の改定をめぐり2つの選択に次第に迫られることになる。

したがって、以上の状況からみて、発行量の削減に極力努力するのが第1であると思われるが、それだけでは問題が解決するとはかぎらず、その場合には、条件改定により大胆に、市場のプライスメカニズムを肯定するか、なんらかの対策を講じ極力条件改定を避けるか、決断を迫られることになるろう。

そして条件改定を避ける手段として、次の4つの対策の可能性を検討している。

- (1) 証券会社向けの特別買いオペも含め、買いオペの早期実施
- (2) 現行の日証金自己資金による国債担保短期貸付では限界があるので、日銀資金の導入まで考慮に入れた公社債流通金融の拡充
- (3) 資金運用部の流動資金による市場買い出動

(4) 国債整理基金による買い出動

このような対策は、当時民間側から要望されていた事項とも合致するものであった。東京証券取引所は、国債市場の育成ならびに国債管理政策の観点から次の7点の対策を講じることを主張している。³⁾

1. 昭和42年度における国債発行額をさらに大幅に減額すること。43年度以降においても健全財政の建前から財政に占める国債の依存度の低下を図ること。
2. 国債市場価格が著しく下落するおそれがある場合等には国債整理基金をもって市場から国債を買い入れること。これがため、要すれば同特別会計資金の充実等所要の措置を講ずること。
3. 資金運用部の資金をもって証券会社手持ち(一般消費分)国債に対して、売戻し条件付買入れを実施すること。
4. 中央銀行は、市場を通じてマーケット・オペレーションを行うのが本筋であるから、日銀国債買いオペは、原則として、市場を通じることに逐次変更する線で検討せられたい。
5. 日証金による証券会社向け国債担保金融の融資条件を引き下げ、同時に、資金量を拡大するため、必要の措置を講ずること。
6. 税制面における国債優遇策を実施すること。

(1) 国債利子については非課税とする。

これが困難な場合は、①源泉所得税率を引き下げる(現行15%を少なくとも5%程度に)、あるいは、②少額貯蓄非課税制度において国債の別枠(100万円)を設ける。

(2) 法人に対して債券利子の源泉所得税額を還付する方法を改める。すなわち、現行では利子払期に債券を所有している法人に対し、その所有期間に相当する源泉所得税額が還付されるが、これを所有期間にかかわらず全額還付する。

(3) 国債については有価証券取引税を免除する。

7. 個人消化促進のために、国債発行形態の多様化を検討すること。

このような提案が、後で具体的な施策と結びつくことになる。

〔注〕

- 1) 東京証券取引所「国債の発行および流通対策について(案)」(昭和42年11月24日)(大蔵省資料Z24-101-1)。
- 2) 「仮に公定歩合を引き上げた場合の国債相場等への影響について」(昭和42年8月18日理財局)(大蔵省資料Z597-5-1)。
- 3) 東京証券取引所「国債の発行および流通対策について(案)」(昭和42年11月24日)(大蔵省資料Z24-101-1)。

4 発行条件の改定問題

国債発行の第1回の条件改定は、昭和43年2月に実施された。表7-8に示されるように、クーポン・レート(発行利率)6.5%、償還期間7年を据え置き、発行価格のみ50銭引き下げ98円10銭とした。その結果、応募者利回りは、当初の6.795%から6.902%へ上昇し、発行条件が引き上げられた。

この直接の要因は、過去4カ月の間に発生した2度の公定歩合引上げを背景とした金融引締め、その長期金利に対する波及効果である。公定歩合は42年9月1日に、日歩1厘引き上げられたが一時的な引締めとみられ、短期金利の上昇が長期金利に影響を与えなかった。ところが43年1月16日に、再度公定歩合が1厘引き上げられるに及んで引締め期間の長期化が予想され、長期金利なかならずその中核の国債金利の改定が不可避となった。この間、この改定の是非をめぐって42年度後半から種々な議論が交わされてきた。

前述のごとく、この発行条件の改定を避けるためいくつかの対策が検討されていた。しかし最終的には、否応なしに市場の価格メカニズムに従わざるをえなくなったというのが経緯である。その後、次第に市場実勢を重視するルールが確立するが、この第1回の条件改定までの期間はまさに本格的な国債の市中消化を制度化するまでの準備期間であった。

国債の発行条件を改定せざるをえなくなった背景として、発行量そのものも問題であったが、国債発行方式に関し次の3つの事実が顕在化してきたことにある。

(1) 市場における国債価格の低迷

(2) 国債引受けにともなう金融機関の採算悪化

(3) (1)と関連するが評価額ないし日銀オペによる売却損の発生

(2), (3)はいずれも金融機関の採算を重視した議論であるが、しかしその背景に(1)の市場価格の低下傾向がある。必然的に国債の市場実勢が、発行条件改定の決め手となってきた。事実、表7-9でも明らかなように、42年2月以降国債の市場価格は一貫して下落を続け、発行条件の引上げは避けられない状況となった。

その際、低金利政策との抵触が財政当局にとって1つの懸念材料であった。次のような見解が一般的であったといえよう。¹⁾

資本自由化に対して、国際競争力強化の見地から、長期金利水準の引下げに対する要請は一段と強まるとみられるが、金利体系上中核を占める国債金利を国自らが引き上げることについて産業界等からの批判が生ずることも考えられよう。金利の上昇が国債にどどまるのであれば問題は少ないが財政が利回りを引上げて大量の資金を確保しようという態度に出る以上、民間資金との競合が生じ、他の債券の条件改訂さらには貸出金利の一層の上昇に結びつくと考えざるを得まい。

そして国債の発行条件の引上げ幅は、それ自体の利回り上昇にとどまるのかそれとも政保債、金融債などにも波及するのかという角度から、重要視された。42年12月現在の債券利回りは、次のごとくであった。

	クーパーン・レート	発行価格	利回り	格 差	
国 債	6.5	98.60	6.795	0.258	
政保債	7.0	99.75	7.053		
金融債	7.2	100.00	7.200		
地方債	7.3	99.75	7.354		
事業債	A	7.3	99.50	7.408	0.054
	A'	7.3	99.00	7.518	0.110
	B	7.3	98.75	7.573	0.055
	C	7.5	99.00	7.720	0.147
	D	7.5	98.50	7.832	0.112

このような債券利回りを前提に、改定案として発行条件改定の直前にあたる42年12月には、次のごとき議論が行われていた。²⁾

金融債、事業債の据置きを前提とすれば政保債については7.053～7.200におさめる必要があるし、地方債については7.354～7.408の間におさめる必要があろう。国債については政府債利回りより下でかつ政保債利回りとの格差が政保債と金融債のそれよりも大であればよいであろう。

この場合、クーポン・レートの変更は将来のためにも望ましいこととは考えられないので、発行価格で調整することとなるが

- (イ) 国債については、個人小口取扱手数料30銭に相当する額を調整するということで、98円30銭(6.859%)
- (ロ) 政保債については戻しの20銭を調整するということで99円55銭(7.096%) (国債との格差0.237, 金融債との格差0.104)
- (ハ) 地方債について、国債、政保債とのバランス、一流事業債とのバランスを勘案して理由はないが10銭として99円65銭(7.375%)程度か。

国債の発行条件改定をなるべく避けたい、もし不可避でもできるだけ小幅に抑えたいとする根強い願望は、43年1月の再度の公定歩合引上げによりもろくもつひえることになった。というのは1月6日の債券市場で、国債は10～15銭、その他債券で5～50銭といっせいに大幅に下落したからである。その結果、債券の応募者利回りと流通利回りの差はいちだんと拡大し、国債の流通利回りは7%台、金融債では双方の利回りの差が1%以上広がり、流通利回りは8.3%近くになった。

このような状況のもとでも、なお国際競争力強化の見地から長期金利体系全体の手直しを避けるため、国債の発行条件についてのみ小幅に改定(たとえば30銭)してはという考えも有力であった。しかしながら、財政当局はこれに対し、きっぱりと次のごとき態度を示している。³⁾

しかし、国債政策の導入以来一貫して国債金利を長期金利の中核として金利政策を運営するという態度をとりつづけ、将来ともとりつづけていく以上、国債の条件を改訂すれば、その幅いかにかわらず、他の債券の条件を改訂しないですますわけにはいかないはずである。事実、市場利廻との乖離も国債が最も小さいのであって、結局、この議論は、現行国債金利の設定が絶対的に低すぎたとか、現在の国債市場価格は管理価格であるという説明をするのでないかぎり、成り立つ余地はないのである。

このような意見にもかかわらず、種々な議論の末、最終的に国債の発行価格を43年1月から50銭引き下げることで決着がついた。この1月実施にあたって、国債券面の回号の問題がからんでいた。国債は3カ月ごとに1銘柄(同一の回号)、年4銘柄という慣行が定着しつつあった。そこで発行条件を改定したとき、同一の回号をそのまま使えないということで当然3カ月ごとの区切りのいい時期を選択する必要が生じてきた。条件改定を決断しその実施時期を選ぶにあたって、

- (1) 最も早くて43年1月から
- (2) 43年4月から
- (3) 43年度途中から

の3つのケースが可能として考えられた。このうち、改定を決断した以上、なるべく早いほうがよいと考えられ(1)の43年1月が選択された。

この発行条件改定をめぐる議論の中から、さらに国債消化促進を図るための具体策がいくつか浮上してきた。そしてこれらは将来、具体化されることになる。注目されるのは次の2つの措置である。

- (1) 手数料の引上げ
- (2) 非課税少額貯蓄の別枠

44年度下半期に入って、再び国債の発行条件改定が問題になりだした。その背景として、次の2つが考えられる。

- (1) 43年1月の発行条件の改定にかかわらず、国債の発行条件と実勢とは慢性的に乖離していた。
- (2) 44年9月1日に、公定歩合が年利5.84%から6.25%へと引き上げられた。と同時に、預金準備率の引上げ(1%から1.5%)、都市銀行の資金ポジション指導の強化も実施された。

これらが、次第に市場において国債の発行条件の改定圧力となって作用してくることになる。このような事態に対し、財政当局は第1回目の経験もふまえ、基本的に市場原理に従う態度を明確に打ち出している。次の3点が注目される。⁴⁾

- ① 基本的には、金融政策による景気調整機能を回復し、また、金利機能を通じる金融の効率化、資金の適正配分を図るための公社債の発行条件を改

表 7-10 公社債の発行条件改定試案

条件 種類	現 行 条 件 (A)	実 勢 条 件 (B)	乖 離 幅 (B)-(A)	改 定 案		
				条 件 (C)	上 げ 幅 (C)-(A)	乖 離 幅 (C)-(B)
国 債 (7 年)	6.902 (6.5%) (98円10銭)	7.044 (6.5%) (97円55銭)	0.142 (—) (55銭)	7.011 (6.5%) (97円60銭)	0.109 (—) (50銭)	0.033 (—) (5銭)
政保債 (7 年)	7.139 (7.0%) (99円35銭)	8.183 (7.0%) (95円75銭)	1.044 (—) (3 円60銭)	7.434 (7.0%) (98円00銭)	0.295 (—) (1 円35銭)	0.749 (—) (2 円25銭)
地方債 (7 年)	7.441 (7.3%) (99円35銭)	9.013 (7.3%) (94円30銭)	1.572 (—) (5 円05銭)	7.831 (7.5%) (98円50銭)	0.390 (—) (1 円75銭)	1.182 (—) (3 円30銭)
事業債 (7 年) (A 格)	7.628 (7.3%) (98円50銭)	9.009 (7.3%) (93円05銭)	1.381 (—) (5 円45銭)	8.046 (7.6%) (98円00銭)	0.418 (—) (1 円85銭)	0.963 (—) (3 円60銭)
金融債 (5 年)	7.300 (7.3%) (100円)	9.185 (7.3%) (94円40銭)	1.885 (—) (5 円60銭)	7.638 (7.5%) (99円50銭)	0.338 (—) (1 円55銭)	1.547 (—) (4 円05銭)

(注) 1. 実勢は東京証券業協会発表の店頭気配(45.4.3)
国 債 16回債(51年11月償還)、政保債・鉄道債務142(50年5月償還)
地方債 名古屋債／(50年1月償還)、事業債A格日本鋼管／(51年9月償還)、金融債
農林債228(49年5月償還)
2. 地方債と事業債A格、金融債の上げ幅と乖離幅は発行価格のみを改定した場合の計算による。
(出所) 大蔵省資料Z 597-10-7。

定することに異論はない。

- ② また、国債を市中消化の原則によって発行するということも、市場の実勢に応じて発行条件を改定し、これによって金利機能を通じる資金配分の適正化へ国債発行の歯止めを確保することにほかならないので、発行条件と実勢との乖離が著しい場合には、国債をはじめとする公共債の発行条件の改定にも異論はない。

- ③ しかし、上記①のような目的を達成するためには、長期金利体系の再検討が必要であり、これなくしてはひとり公社債の発行条件のみを改定しても、それほど意味がないと考える。

その後、年度末にかけて議論が重ねられ結局、45年4月に4月債から次のごとく発行条件が引き上げられた。

発行価格——現行の98円10銭から50銭引き下げて97円60銭とする。

応募者利回り——7.011% (現行6.902%)

償還期限——7年据置き

この50銭の幅で引き下げるにあたって、当時生じていた実勢との乖離55銭が考慮の材料となった。このような改定に踏み切った背景には、大量発行月にあたる4月に現行条件ではもはや大量発行が不可能になったという事実がある。かりに4月の大量発行を見送ると、年度間計画額の発行がきわめて困難になるので、発行条件を改定してまで発行せざるをえないという状況に追い込まれていた。このときの基本的認識は、次のごとくであった。⁵⁾

資金需給の実勢に応じて金利水準が形成されるような市場を育成して行くことが、金利機能の活用を通じて、経済の安定的発展ならびに公社債の安定消化層の拡大をはかるうえに必要であるとの認識にたち、国債等公共債についても、市場の実勢を勘案して、発行条件の改定を行い、金利弾力化に対する政府の積極的な姿勢を示す。

もちろん、国債の発行条件を改定すれば、国債より市場の実勢が軟化している政保債、公募地方債もその発行条件を当然に改定せざるをえなくなった。事業債、金融債もこれに連動し、最終的には表7-10の改定案で示される姿におさまることになった。

45年4月の改定以降、表7-8に示されるように、国債の発行条件の改定は市場実勢に合わせてよりひんばんに実施されるようになった。

特徴的なことは、2つある。

- (1) 発行価格のみならず、クーポン・レートも変更の対象とされた。
- (2) 47年1月以降、償還期間は7年から10年に延長された。

この(2)の償還期間の延長は、国債発行がスタートした頃より財政当局の念頭にあった。次のごとき意見が、41年12月の段階で出されていた。⁶⁾

今後の問題として、機会をとらえて期間の延長を行い、これを通じて利回りの引下げを図っていくことは必要であろう。(現行条件のうち期間だけ10年に延長すれば、応募者利回り6.795%が6.734%になる。)

かくして、10年国債は、財政当局の利子負担削減により長期の財源確保をかね、5年越しに実現したことになる。

〔注〕

- 1) 「国債の発行条件改訂に対する考え方について」(昭和42年11月20日理財局)(大蔵省資料Z 24-101-2)。
- 2) 「国債の条件改訂をめぐって」(昭和42年12月12日理財局)(大蔵省資料Z 24-101-3)。
- 3) 「国債の条件改訂問題について」(昭和43年1月理財局)(大蔵省資料Z 24-101-4)。
- 4) 「公定歩合の引上げが公社債の発行条件に及ぼす影響等について」(昭和44年9月1日理財局)(大蔵省資料Z 597-10-8)。
- 5) 「国債、政保債等公共債の発行条件の改定について」(昭和45年4月8日理財局)(大蔵省資料Z 597-10-9)。
- 6) 「国債の発行条件について」(昭和41年12月7日理財局)(大蔵省資料Z 24-95-6)。

5 手 数 料

国債発行に伴ない、当然のこと手数料の水準をどこに設定するかが大きな問題となる。これは発行者の立場からすると発行コストに関連するし、また募集・引き受ける立場からすると手数料収入をどれだけ得られるかということにつながる。国債発行の手数料は、大別すると次の2つに分けられる。

(1) 引受手数料——シ団、証券会社の引受けならびに募集業務に支払われる手数料

(2) 取扱手数料——日銀の起債事務に対する費用を賄う手数料

表7-11に、(1)の引受手数料が他の債券のケースと比較して示されている。昭和41年1月にはじめて国債が発行されたとき、額面100円当り50銭、6年間据え置かれ47年1月から55銭に引き上げられている。その後、60銭、70銭へと引き上げられたのは、50年代に入ってからのことである。一方、日銀に支払う取扱手数料は、利付国債について一貫して15銭とされ、これに対して大きな問題が発生していない。そこで以下、引受手数料をめぐる問題点を中心に整理しておこう。

表7-11に示された国債の引受手数料50銭は、正確にいうと正しくない。一律50銭ではなく、金融機関から特別手数料が証券会社に配分される形で48銭と68銭の2本建てとなっていた。証券会社は、当初より国債引受けにあたり個人消化のため募集を行わねばならない立場上、募集経費として一般シ団の手数料より割増しにすべきであると主張していた。これが証券業者の割増手数料の請求

表 7-11 各種引受手数料の推移(額面)(単位:円)

年 月	利付国債 (長期債)	政 保 債	公募地方債	事 業 債 (AA 格)	特 別 電 債
26. 2				2.70	
27. 8			2.50	↓	
28. 8		1.00	↓	↓	
30. 4		↓	↓	2.40	
30.10		↓	2.40	↓	
30.12		0.80	1.75	1.75	
31. 4		↓	1.60	1.60	
31. 8		0.70	↓	↓	
41. 1	0.50	↓	↓	↓	
47. 1	0.55	↓	↓	↓	
47. 9	↓	↓	↓	↓	1.40
48. 4	↓	↓	1.40	↓	↓
49.12	↓	↓	↓	1.90	↓
50.10	↓	↓	↓	↓	1.60
51.10	↓	0.90	↓	↓	↓
53. 4	0.60	↓	↓	↓	↓
57. 4	↓	1.10	↓	↓	↓
58. 4	0.70	1.15	↓	↓	↓

(注) 額面100円当りの金額である。
(出所) 大蔵省資料Z598-13-5.

表 7-12 手数料(一律50銭)のシ団内配分の試算

証券会社 のシェア (%)	ケース 1		ケース 2		ケース 3	
	銀行団が2 銭の供出 を行 っ た 場 合		証券団の手取りを 75銭にするためには		証券団の手取りを 70銭にするためには	
	銀行団	証券団	銀行団	証券団	銀行団	証券団
	銭	銭	銭	銭	銭	銭
15	48.	61.33	45.59	75.	46.47	70.
14	48.	62.29	45.93	75.	46.74	70.
13	48.	63.38	46.26	75.	47.01	70.
12	48.	64.67	46.59	75.	47.27	70.
11	48.	66.18	46.91	75.	47.53	70.
10	48.	68.00	47.22	75.	47.78	70.
9	48.	70.22	47.53	75.	48.02	70.
8	48.	73.00	47.83	75.	48.26	70.
7	48.	76.57	48.12	75.	48.49	70.
6	48.	81.33	48.40	75.	48.72	70.
5	48.	88.00	48.68	75.	48.95	70.

(注) 厘未満四捨五入。
(出所) 「手数料(一律50銭)のシ団内配分について」(昭和41年1月12日)(大蔵省資料Z24-83-1).

方法を選ばざるを得ないと思われる。この場合、シ団内の話合に放置しておくならば、期待される配分が行われるかどうか疑問があるので、大蔵、日銀が各業界に働きかける必要があろう。

具体的には、国が100円当り一括50銭を支払い、シ団内部において証券会社の取り分が70銭になるように再配分することが当初、考えられていた。この場合の懸念は、金融機関が50銭を割ることになり反発が強まること、また証券会社が70銭では少ないと不満を表明することの2つであった。しかし表7-11で示されるように、政保債の引受手数料が70銭であることから実質的にこれを上回することはバランスを失するという事で、70銭が一応の上限とされていた。

以上のごとき発想から、手数料一律50銭をシ団内でどのように配分するかについて、次のごとき試算が示されている(表7-12)。ケース1は、銀行団が2 銭の供出を行い48銭に固定手数料をとった場合である。この供出額を証券会社に配分すると、その引受けシェアが大きくなるほど100円当りの手数料が縮小することになる。これに対し、ケース2、3は逆に証券会社の手取りを75銭、70

問題である。金融機関側もこれに対し理解を示していたが、引受手数料の手取りが50銭を下回ることには難色を示していた。

一方、行政側の対応として制度上、次のごとき問題が存在していた。¹⁾

現実に募集業務に従事する証券会社の立場を考慮すれば、若干の割増手数料を交付してもさしつかえないと思われるが、証券取引法65条という金融界と証券界との妥協の産物たる法文が存在し、シ団契約上も金融機関、証券業者共に募集をとり行なうという建前をとらざるを得ない以上、国として割増手数料を明確に区分配付することは困難であり、シ団内の話合いにより証券会社に増額となる様な

銭とした試算である。この場合、証券会社のシェアが高まるほど銀行側の手数料が減少することになる。

この3ケースのうち、実際にはケース1が採用された。そして証券シェア10%の取決めと関連し、前述のごとく金融機関48銭、証券会社68銭の両建てとなった。ただし、証券シェア10%超の証券引受分については、手数料を48銭とすることで妥協が図られた。かくして、この手数料の配分は、証券会社以外が募集行為を行わないことを前提に、金融機関側が2銭の特別手数料を供出することで決着がついた。と同時に、前述の証券シェア10%が手数料の決定と密接に結びつくことになった。

このような形で手数料の制度がスタートしたが、この方式によると証券会社が国債を売れば売るほどその平均手数料率は下がり、少なれば上がるという販売努力と逆行するという方向を露呈しだした。また証券シェア10%超の場合、手数料が68銭から48銭になることから、証券シェアの実績いかんによってシ団内で手数料配分をめぐりたえず問題が生じた。これは証券会社の受け取る特別手数料が、銀行団の供出する2銭のファンドで賄うかぎり必然的に生じる現象であった。

これをうけ、昭和44年に手数料改定のため2つの案が検討されている。²⁾

A案——証券手数料(68銭)固定方式

B案——銀行・証券手数料(48銭, 68銭)固定方式

A案は現行の手数料総額50銭を変えずに証券手数料のほうを68銭に固定するものである。これは表7-12のケース2あるいはケース3と同じ考えで、この結果、銀行手数料は銀行シェアが90%(つまり証券シェアが10%)のとき48銭で、もし90%を下回ると48銭以下になる。このA案については、次のごとき評価がなされている。

この案は、発行者側の負担は変わらないこと、証券手数料が安定的であることの利点があるほか、証券団、銀行団の手数料は、シ団内部の手数料配分の問題であるという建前(この建前は発行当局の立場とすれば波及が少なくてすむのできわめて望ましい)を貫ぬくためにもA案で極力解決すべきであろう。しかし、一方銀行の手数料が変動し、現行48銭を下回る可能性が強いことから銀行側の強い反対があり、どうしても調整できない場合は、次のB案によることも止むを得な

いであろう。

一方、B案は銀行、証券双方のシェアがどう変化しようといずれもが安定した手数料を保証する。この点、両者にとって不満がないが、問題は発行者側の負担がシェアの変動に応じて変わることである。とくに証券シェアの10%超のとき、手数料負担が増加する。しかし逆に10%以下のとき、現行方式より手数料負担は軽減されることになる。このB案について、手数料の性格が変わりうるとして次のごとき問題が指摘されている。

ただし、B案の場合は、当面の手数料負担問題のほかに前述のように販売コストに見合った手数料を証券団に支給するという建前に連なることになり、たえず当局に対する手数料引上げ要求となって現れ、それがさらに政保債手数料等に波及する懸念がある。また、定額方式移行と並んでシ団引受分離要求の口実を与えることにもなりかねない。そのほか、銀行団手数料48銭が表面に出ることになるが、利回り補正的性格の強いものだけにその是正をめぐる議論が再燃しよう。

他方、日銀に対して支払われる取扱手数料は、「大蔵省ヨリ支給ヲ受クヘキ国債事務取扱ニ対スル手数料其他雑費ニ関スル件」(明治43年12月19日大蔵省通達)に従い、慣行どおり機械的に行われている。次のごとき文書が日銀へ提出されている。³⁾

六分半利国庫債券の起債等に関する事務取扱手数料の支給について

41.3.29「大蔵省ヨリ支給ヲ受クヘキ国債事務取扱ニ対スル手数料、其他雑費ニ関スル件」(明治43年12月19日大蔵省通達第375号)第2条により、六分半利国庫債券の起債等に関する事務取扱手数料を下記のとおり定め、国債整理基金特別会計より日本銀行へ支給することとしたい。

なお、手数料の積算根拠については別紙1.2参照

記

- 1 手数料支給の対象 六分半利国庫債券のうち国債募集引受団の引受により発行したもの。ただし、借換発行にかかるものは除く。
- 2 手数料の料率 発行国債額面金額の1.5/10,000
- 3 手数料の請求時期 3月及び9月
- 4 手数料の支給方法 手数料の請求時期までに、国債発行収入金の収納が終了したものについて、日本銀行からも請求に基づき支給する。

昭和41年3月29日

日本銀行総裁 殿

大蔵省理財局長 中 尾 博 之

六分半利国庫債券の起債等に関する事務取扱

手数料の支給について

標記の起債等に関する事務取扱手数料を下記のとおりと定め、国債整理基金特別会計より貴行へ支給することとなったから御了知願いたい。

この文書から、15銭の取扱手数料はある積算根拠をもっていることが明らかとなる。

〔注〕

- 1) 「証券業者の割増手数料について」(昭和40年12月理財局)(大蔵省資料Z24-83-2)。
- 2) 「証券シェアーに対する考え方」(昭和44年1月30日理財局)(大蔵省資料Z597-8-1)。
- 3) 大蔵省資料Z24-95-7。

第8章 国債制度の確立

第1節 資金運用部引受けと出納整理期間中発行

1 資金運用部引受けの実態

昭和40年度に予想外の税収落込みにより、赤字国債の発行を余儀なくされたが、この場合、緊急避難的に資金運用部の引受けで半分近くの国債が消化された。それ以来、シ団引受けと並び、資金運用部は国債の有力な引受け先となった。

すでに表6-1に40～50年度間の資金運用部引受けの実態が示されているが、45年度までとそれ以降で明らかに大きな相違がみられる。つまり「国債減額の時代」には、資金運用部引受けのシェアも極力抑える方向で国債発行が実施された。表8-1に示されるように、この期間の資金運用部による国債引受額は、40年度を除き300億～500億円の幅におさまっている。

毎年、予定と実績に大きな乖離がみられるが、これは年度末の自然増収とのかねあいでの資金運用部引受けの減額が問題とされてきたことによる。とりわけ41年度の当初予定した引受額を全額とりやめたことは、後述のごとくシ団との関係で摩擦が生じることになった。

資金運用部の国債引受けは、40年度の緊急事態に対する対処ということもあり、当初財政当局は積極的に是認する姿勢を示し、次のごとき見解を述べている。¹⁾

「国民の貯蓄を借りる」という思想に立って国債政策を進めていく以上、国民の零細貯蓄である郵便貯金、従ってまた、資金運用部資金を、国債の消化対象(引受先)から除外する論理は、存在しないであろう。

表 8-1 過去の運用部による国債の引受け
(単位：億円)

年 度	予 定	実 績	減 額
40	1,300台	900	△ 400
41	304	—	△ 304
42	304	1,000	696
43	510	250	△ 260
44	306	306	—
45	307	(307)	(—)

(注) 額面ベースの金額である。
(出所) 「資金運用部による国債引受けについて」(昭和46年3月9日
理財局)大蔵省資料Z24-115-9.

そしてまた、国債消化のため資金運用部資金を活用する方法として次のごとく3つの選択肢を挙げている。

1. 年度当初から、資金運用部資金の一定額を国債の消化(引受け)に充てる方法。
 - (一) 国債の発行額(年度間)の決定にあたって資金運用部資金が過度に依存されることとなり、財政投融资の円滑な機能を阻害されるおそれがある。また、財政当局者の安易な財政運営態度を助長する結果にもなりかねない。
 - (二) 「一定額」を定める客観的基準はなく、余計な紛議を招く。
 - (三) 同じ国債消化に充てるのであれば、もっと周囲から感謝される形で資金運用部資金を動員したほうがよい。
2. 年度当初には予定せず、年度途中において市中消化困難等の事態に際して、必要に応じ資金運用部資金を国債消化に活用する方法。
3. 補正予算編成時に、補正予算による国債発行の増加額の全部または一部を、消化(引受け)するために、活用する方法。

このような活用のほかに、資金運用部資金によって市場から既発債を購入し価格安定操作に協力することも案としては登場していた。

41年度の資金運用部の国債引受額は、表8-1のように当初300億円(収入ベース)が見込まれていた。しかしながら、年度末に自然増収等が相当程度発生し、剰余金も無視しえない額に上ることが予想された。そこでこの剰余金との関係で、資金運用部引受けの規模を減額すべきか否かが財政当局内部で大きな問題

表 8-2 昭和42年度国債発行計画 (単位：億円)

		上 期	下 期	計
現 在	運 用 部	100	200	300
	市 中	3,900	3,900	7,800
修 正	運 用 部	200	300	500
	市 中	3,800	3,800	7,600

表 8-3 昭和42年度の国債発行実績 (単位：億円)

		当 初		実 績		増 減	
		収入金	額面	収入金	額面	収入金	額面
総 額 { 市 中 運用部		8,000	8,100	7,094	7,200	△ 906	約△900
		7,700	7,800	6,110	6,200	△1,590	△1,600
		300	300	984	1,000	684	700

(出所) 「42年度国債の処理について」(昭和43年3月29日理財局)(大蔵省資料Z597-2-1)。

となった。

問題は、国債発行下であり多額の剰余金を出すことは国全体の立場からみて望ましくないという判断であった。そこで、ゼロ案と100案(つまり全額減額で引受けゼロか、100億円引き受けるか)の2案が提出された。

結局、41年度の資金運用部引受分がゼロとなったため、当初予定された300億円の後始末が必要となった。そこで42年4月に入り早々に、42年度国債発行計画の見直しが行われ、5案が作成されている。²⁾ それらは、当初の市中引受分7800億円から100億円、200億円を減額する選択肢からなっていたが、結局表8-2のごとき案にまとまった。

この案は41年度から200億円持ち越し、運用部引受けを上期200億円、下期300億円とし、市中を上・下期各々100億円ずつ減額するというものである。

ところが42年度末になると、42年度分国債として約1000億円がまだ発行されていない事態に陥った。税外収入や歳出不用で200億円程度の余裕が生じると見込んで、800億円ほどの国債発行が新たな課題となった。この800億円は、

- (1) 資金運用部応募分 500億円
- (2) シ団による出納整理期間払込み 300億円

に二分して処理されることで決着がつけられた。結局のところ、42年度の発行実績は表8-3に示されるようである。

〔注〕

- 1) 大蔵省資料Z24-95-8.
- 2) 大蔵省資料Z24-99-6.

2 資金運用部引受けの問題点

昭和40年代も中頃になると、資金運用部の国債引受けに対し次第に厳しい目が向けられるようになった。戦後はじめて国債が発行された40年度以降、しばらくの間資金運用部引受けが正当化されたのは、次のごとき理由にもとづくものであった。

- (1) 緊急避難説——40年度のように年度途中において予想外に税収が落ち込み赤字国債を急遽、発行せねばならない場合、緊急避難的措置として認めうる。
- (2) 市中消化促進説——市中金融の情勢等から、国債の市中消化が進まない場合、やむをえず国債消化促進のため潤滑油的な役割として認めうる。

ところがそのうち、資金運用部引受けに対して抵抗が強まり、いくつもの問題が指摘された。国債はそもそも、次の3点を基本的な条件として発行されたものである。

- (1) 年々の経済変動に即して発行額を伸縮させること。
- (2) 発行対象経費は財政法の原則にのっとり、公共事業などに限定すること。
- (3) 市中消化すること。

このような前提のもとで、主として財政投融资を運営する立場から当時、次のような考え方が有力であった。¹⁾

(1) 歯止め論

41年度から開始された本格的な国債発行の基本原則として、「市中消化の原則」が挙げられているが、その狙いは、「日銀引受け」を排除することにより、恒常的に存在する財政膨張圧力に対する「歯止め」とすることにある。

この点において、民間資金の集積である運用部が国債引受けを行っても市中消化の原則に反しないとの考え方もあるが、総資産が14兆円を超え、年間の資産増加が3兆円に及ぶ運用部による国債引受けは、際限なく、しかも非弾力的に行われる危険性をはらみ、歯止めを欠くこととなるので、日銀引受け同様、排除されるべきである。

(2) 財投原資不足論

運用部は、財投原資の大宗を占め、財投需要の充足をその第一義的使命としている。財投に対する需要は年々強まる一方であり、運用部等の政府資金のみではその需要に応じきれないため、民間資金の活用として政保債の発行等を行っている状況にある。したがって、運用部に予定以上の原資が見込まれる場合には、まず政保債を減額するのが筋であり、そうすることにより、市中の国債消化能力は増加し、運用部による国債引受けと同一の効果がもたらされる。

(3) 長期固定論

運用部で引き受ける国債は、市中公募による場合と異なり、1年後に日銀オペの対象となって、日銀に吸い上げられるということがなく、借り換えを繰り返すことによって、実質60年近く保有することとなる場合が考えられるが、このことは、運用部の融通条件(最長30年償還)に比べ、極めて硬直性がもたらされることを意味する。

また、国債の運用部引受けが、買切りの形ではなく、日銀への売却を可能とした場合には、運用部が、日銀の国債引受けのトンネル機関となることを意味し、国債発行に対する歯止めが失われることとなる。

(4) 分離運用論

運用部が長期運用として国債を引き受けるとすれば、郵貯、年金等の各預託先においては、それぞれが分離運用により国債を保有したほうが、運用部への預託金利より有利であり、かつ、資金配分は予算として行われることとなり、財政資金の統合運用と同じであるとして、分離運用に対する強い要求を惹起することとなろう。

このように当初から批判的な見解が打ち出されていたが、しかし資金運用部引受けを拒否できない客観的な状況もあったのは事実である。これらは以下の

3 点にまとめられよう。

- (1) 国債の市中消化は、金融引締め下において極端に悪い。
- (2) 他方、自然増収は大きく見込めず、必要な公共投資等を確保するためには国債発行を減額するわけにはいかない。
- (3) 郵貯の増加が著しい。

このような結果をうけ、42～43年度にかけすでにみたようにかなりの規模の国債を資金運用部は引き受けていた。ところが、44～45年度には状況が変わってきた。

- (1) ここ当分は金融緩和時であり、来年度について予想される国債の市中消化の見通しが非常に明るい。
- (2) 大幅な自然増収が見込めるので、国債の大幅減額が予想される。
- (3) 郵貯の伸びは鈍化している。

ここで財政当局により一貫して心配されたことは、例外的な資金運用部引受けが常態となることである。この点、明確に次のような主張が行われている。²⁾

財投の硬直化を招来するおそれのある国債引受けは、緊急避難ないしは市中消化促進のための必要性がない場合には、ゼロにするという慣行をつくるべきで、恒常化は絶対に避けるべきである。

しかしこのような主張も、46年度以降の大量国債発行に入るとあえなくつぶれることになる。表6-1で示したように、44～45年度に各々300億円にとどめた資金運用部引受けも、46年度以降飛躍的に増大する(46年度2700億円、47年度2500億円、48年度2940億円)。

〔注〕
1) 「資金運用部による国債引受けについて」(昭和46年3月10日理財局)(大蔵省資料Z 24-115-10)。
2) 「運用部の国債引受けについて」(昭和44年9月)(大蔵省資料Z 597-10-10)。

3 出納整理期間中の発行問題

国債発行は本来、当該年度の終了日である3月31日までに完了されるべきで

ある。この原則が貫かれているかぎり、出納整理期間中に国債を発行するという事態は生じない。しかしながら、通常3月の発行額を検討し決定する2月末において、自然増収、歳出不用などについて最終的な見きわめをつけることはできない。剰余金が予想されるケースは比較的容易であるが、そうでない場合、年度内に歳入不足に陥らないように最終月の発行額を決定することは非常に困難である。

すでにみたように、昭和40年度、41年度の国債発行にあたり、年度末の3月に資金運用部引受けの一部あるいは全部を減額した。40年度では引受予定分1300億円のうち400億円を、また41年度には予定分300億円の全額を減額した結果、シ団から出納整理期間の発行を認めるように強い要請が出されてきた。

このような事態をうけ、41年度の国債発行についてシ団は当初から減額の要求を打ち出していた。そこで財政当局は、下半期の発行分から6月に200億円、7月に700億円のシ団引受分の減額を認めざるをえなかった。そして、さらに12月の国債発行等懇談会で、シ団に対し1000億円の減額が発表された。しかしその内訳は、次のごとく国債発行額そのものを絶対額で削減するというものではなかった。

シ団引受分	1000億円減額の内訳
(1) 実質減額	200億円
(2) 資金運用部肩代り	500億円
(3) 翌年度回し	300億円

この(3)の残額300億円の翌年度回しというのが、出納整理期間中の発行を意味していた。

かくして、42年12月から理財局を中心に国債発行を出納整理期間中に実施するに際して種々な問題点が検討され出した。問題点は簡単にいうと、出納整理期間に発行した国債の収入金をいかに旧年度の歳入にしうるかということにしばられていた。これはいくつかの法律事項の解釈とも関連し、予算総則関係ならびに「予算決算及び会計令」(以下、予決令と略す)関係から次の2つの問題点が生じていた。¹⁾

- 1. 予算総則関係
予算総則第6条で「財政法第4条第1項但し書の規定により昭和42年度

において公債を発行することができる限度額は」と規定されているが、「43年3月末までにシ団と契約し、4月に払い込ませる」ことをもって「42年度において公債を発行する」といえるか。

2. 予決令関係

公債発行収入は、現在、予決令第1条第1項第3号「随時の収入で納入告知書を発しないもの」に該当し、領収した日の属する年度の歳入となっている。したがって、このままでは出納整理期間(4月)中の公債発行収入は新年度の歳入となるが、これを旧年度の歳入とする方法はないか。

この第1の予算総則に関連する問題は、文字どおり「公債を発行する」の解釈にかかっていた。かかる点、関係者の中で議論が繰り返され、最終的には次のごとき見解に落ち着いた。²⁾

現在の予算総則によれば、「財政法第4条第1項但し書の規定により昭和42年度において、公債を発行することができる限度額は7310億円」とするとされており、現在、ここに言う「公債を発行することができる限度額」は財政法第4条第1項但し書を受けていることからみて、いわゆる債券＝有価証券の発行ではなく、「国が国債という形で債務を負担する(＝起債する)ことができる限度額」と解釈する。

従って昭和42年度、つまり昭和43年3月31日までに国が対外的に債務を負担したと言いきれば、予算総則の解釈上の関係は問題がなくなる。

この解釈によると「公債発行」を「起債」とし、かつシ団との関係において「国債の募集取扱および引受契約」を締結した時点で、「払込金総額を払い込む」という義務が生じるとされた。これが「総額引受方式」と称されるものであった。つまり国債発行に際し、発行主体の国(日銀)と直接法律的な関係をもつのはシ団メンバーに限られ、応募者がいつ、応募申込みをするのか関係がない。シ団との契約が完了した時点で、シ団対国債発行収入金の残額まで含め総額をすべて払い込むものとされた。かくして「残額を引き受ける」という義務は、「総額を払い込む」義務に包含されることになった。

第2の予決令関係の問題は、シ団に対する納入告知を採用することによって解決が図られた。従来、国債収入は領収した日の属する年度の歳入となっており、そこで出納整理期間中のものを旧年度の歳入とするため予決令のうえでな

んらかの処理を必要とした。このため、予決令の改正も検討されたが、改正するにしても歳入の発生原因が旧年度にあることを必要とするので、これを立証する手段を考えねばならなくなった。議論の結果、シ団と契約を締結したときに歳入の発生原因が生じたとし、それと同時に納入告知方式を導入すれば旧年度の歳入としうるとの判断が示された。つまりこれにより、予決令の改正を行う必要がなくなった。

以上のごとき現実的な解釈をとっても、シ団との現在の契約のままでは形式的に純粋な総額引受契約と同一だと解釈することは困難だし、かりにそれに類似したものを考えても、契約書、告示、通達の文書をまったく手直ししないでよいのかという問題が提示された。しかし、たとえば契約書の表現を修正することは、国債シ団契約が他の公社債契約に用いられる定型的表現を用いているので、若干の修正としても債券発行市場の慣行と反するので、不可能だと考えられた。そこで、出納整理期間分についてのみ、シ団との契約方式を形式的に純粋な総額引受方式に改める提案が行われた。理由は次の4つである。³⁾

- ① 各月のシ団契約の文言に一般的に手を加えることはシ団契約が各種社債、政保債等についてほぼ定型化していることにかんがみ、とうてい受け入れることはできない。
- ② とくに一般応募者を尊重するという建前から、各月に発行される国債についてのシ団契約の中から「募集を取り扱い」の文言を削除することは妥当でない。
- ③ しかし、現行契約方式を一般的に改めることなく、出納整理期間発行についてのみ特別な契約をすることは、出納整理期間中の発行という特別な発行であるとの観点から説明が付きやすい。
- ④ 出納整理期間中発行について特別な契約方式をとるとすれば、シ団契約に関する上記のような問題をさける意味で、形式的にも純粋な総額引受方式をとるべきである。

このように、出納整理期間発行分についてのみ総額引受契約とし、同時にシ団に対し納入告知書を発行するという2つの方式を新たに採用するとして、どんな問題が生じるのであろうか。とりわけ出納整理期間中のシ団引受けは、募集の取扱いをせず売出しも認めない方式であるので、シ団の中に証券会社を含

めるか否かが大きな問題となった。この点も含め、次の3つの問題が指摘されている。⁴⁾

(1) シ団構成

証券会社の取扱いについて方法としては

- ① 証券会社をシ団から除外する方法
 - ② 証券会社もシ団メンバーに含めるが引受けは行われぬ方法及び
 - ③ 証券会社もシ団メンバーに加入しかつ引受けも行う方法
- の3つがあるが、どの方法をとるか。

(2) 引受手数料の取扱い

シ団に対する引受手数料50銭のうち、証券会社に支払われる特別手数料2銭分をどうするのか。

(3) 払込期日を契約締結後20日間延長することについて

一般には総額引受契約が締結された場合には、払込期日は契約締結の当日か、あるいは遅くても翌日である。したがって、3月末に総額引受契約を締結しつつ、4月20日を払込期日とすることは、このような一般的慣行に反することになり、その理由を求められることになろうが、どう考えるべきか。

以上の検討から明らかなように、当然関連する省令、告示、通達について所要の改正が必要とされた。42年度の出納整理期間中の国債発行は、42年末議論がはじまり、43年3月まで実施にあたって検討が重ねられ、最終的には次のごとき姿で実現した。⁵⁾

発行方法

① 契約方式

総額引受方式とし(通常の方式は募集引受方式)、証券団の引受額はゼロとする。したがって特別手数料はない。その代わり、出納整理期間発行額の10%は翌年度の証券引受分に上乗せする。

その理由は、現行予決令上、歳入の年度所属区分については、随時の収入(納期の一定していないもの、国債発行収入金はこれに該当する)は、納入告知書が発する場合はその告知書が発した日、納入告知書が発しない場合は

領収した日の属する年度の歳入になることとなっている。したがって、翌年度の4月に払い込まれた国債収入金を前年度の歳入とするためには、前年度中に納入告知書が発する必要がある。ところで、納入告知書が発するには、納入義務者たる相手方およびその額が確定している必要があるが、募集引受契約の場合には、募集期間が満了するまで相手方及び債務額が確定しておらずこの点に疑問が残る。そこで、総額引受方式をとり、3月末日の段階で相手方、額を確定させて納入告知書が発することとしたものである。

② 発行手順

42年度における発行手順は次のとおり。

	出納整理期間(前年度分)	新年度4月分
世 話 人 会	3.29	3.29
令達契約・告示	3.30	4.17
募 集 期 間	—	4.17～25
払 込 日	4.20	4.30
発 行 日	4.20	4.30

発行日については、債券発行の慣行としては、払込日＝証券(または登録済通知書)交付日＝利子起算日＝発行日と考えられる。これに対し、財政法第4条および予算総則にいう「発行」とは、「国債という形で国が債務を負担する」という意味であり、総額引受けの場合には契約日がこれに該当する(募集引受けの場合は、募集期間満了日)。この両者を混同して、4月20日に発行するのであれば、予算総則上の「〇〇年度において公債を発行することができる限度額」の範囲内に入らなくなるのではないかとの疑問が生じることが考えられる。この点を懸念して、契約書、告示、日銀に対する発行令達上「発行日」ということは削除した。

③ 利払、償還期、回号

前年度の予算総則上の発行権限にもとづいて発行する以上、国会に提出する償還計画上からも、前年度(1～3月)に発行する国債と同一の償還日とする必要がある。したがって、利払期も前年1～3月発行分と同一となり、回号も同様となる。

この出納整理期間発行は、43年度以降も毎年、一応予定された。事実、43年度160億円、44年度381億円、45年度336億円が、毎年3月末の世話人会で計画されたが、税収等の見込みがついたためいずれも全額その発行が不必要となった。その後51年度1700億円が発行されるまで、出納整理期間中の国債発行は実行されなかった。

〔注〕

- 1) 大蔵省資料Z597-2-2.
- 2) 「出納整理期間発行分について総額引受方針をとることについて」(昭和43年1月8日理財局)(大蔵省資料Z597-2-3).
- 3) 大蔵省資料Z597-2-4.
- 4) 大蔵省資料Z597-2-5.
- 5) 「国債の出納整理期間発行について」(大蔵省資料Z597-12-1).

4 暫定予算による国債発行問題

昭和42年度の国債発行に関連し、暫定予算の期間中にも支障なく発行しうることの問題が発生した。41年暮れに国会解散が予想され、2月上旬総選挙、3月上旬特別国会召集となると、新年度に暫定予算が不可避と考えられた。このため41年11月頃から、理財局を中心に検討が開始された。

暫定予算は42年度の4～5月に編成されるとして、2つのことが大きな問題となった。

- (1) 4～5月に国債不発行にしたら、42年度中の国債消化を円滑に行いうるか。
- (2) かりに4～5月の間に、国債を発行するとして暫定予算の中で制度的に可能か。

以下、順次これらを検討することにする。

まず第1点に関し、暫定予算に公債収入金を計上しない、したがって国債を発行しないとしたら、どんな問題が生じうるのか「一般的な問題点」として、次の2点が指摘されていた。¹⁾

- (イ) 4月、5月は例年大幅な散超月であり、本来国債消化が進めやすい月であるにもかかわらず、財政の家庭の事情のためにこれを行わず、尻を一方

的に金融に押しつけるのは不当である、という意見が日銀・シ団から出よう。

- (ロ) 42年度の経済見通しからすれば、月を追って金融が締まってくることは必至であり、国債発行の時機を後に延ばせば延ばすほど、シ団側からの消化に対する抵抗は強くなろう。かりに、42年度の国債発行額を8100億円(額面)として、これを6月(ないし7月)～3月に引き受けるとなれば、本年同期間5200億円(ないし5000億円)の56～62%アップとなる。

なお、各金融機関は、1～2月に42年度の業務計画をたてると思われるので、4月までに年度間発行予定が決まらないと困る。

このとき最も懸念されたことは、金融情勢により例年国債の大量発行が可能な4～5月を見送ったら、その後年度内に円滑な市中消化が困難になるというものであった。とりわけ42年度の金融情勢は、経済見通しによって月を追って逼迫するものと予想されていた。そこで4～5月に国債発行を差し控えるとしたら、日銀の金融調節をはじめいくつかの対抗手段が必要となる。この場合、2つの選択ケースが考えられた。

- (1) 4～5月に意図的な施策をとらず、6月以降で国債発行を行う。
- (2) 4～5月について、なんらかの国債発行の代替措置を行う。

42年度中の国債発行は8100億円と予想され、4～5月の発行相当額は41年度と同一の割合として、

$$8100 \times \frac{1900}{7100} = 2200$$

により2200億円と見積もられていた。(1)の選択ケースに従い、この額を6月以降に繰り延べると当然のこと日銀による金融調節の手段に頼らざるをえなかった。つまり、4～5月に2200億円だけ、市中から余分に資金を吸い上げておき、6月以降それを散布し国債を引き受けてもらおうとする考えである。資金吸収手段として、最も常識的なのは売りオペレーションであった。しかし、国債発行のためのこの人為的な売りオペによる金融調節が、関係者から素直に受け入れられるかは疑問である。考えうる問題点として、次の5点が挙げられている。²⁾

- (イ) 日銀の協力が得られるか。日銀は全体の景気の中で金融政策を行ってお

り、国債の円滑な消化はその1つにすぎない。景気が加熱気味になっても4～5月に売った債券を6月には必ず買い戻すと約束することはできないだろう。

- (ロ) 理論的な面はともかくとして、揚げ超月の大量発行は、シ団側に引締めという心理的な圧迫を与える。
- (ハ) 都・長銀はともかくとして、地銀の一部、相互、信金等従来オペになじんでいない先にも引受額に応じてオペを行うのか。かといってこのしわを都・長銀に寄せて、都・長銀から余計に吸い上げることも抵抗があろう。
- (ニ) 日銀ではノーマルな水準よりも2200億円だけ余計にオペ種を用意しておく必要がある。
- (ホ) 景気見通しからすれば、発行当局としては可及的速やかに4～5月相当分を取り戻す必要があるが、6～8月の揚げ超月に大量の消化を行えば、日銀信用による国債引受けという議論を呼ぶおそれがある。

(2)の選択ケースをとりなんらかの代替措置をとるとしたら、これはもっぱら財政当局の責任によりその措置を講じるべき性格のものであった。考えうる代替措置は、次の3通りであった。

- (1) 政府短期証券の公募
- (2) 資金運用部保有の40年度発行の国債(900億円)のシ団のメンバーの肩代り
- (3) 政保債の発行促進

しかしいずれの措置にしても、一長一短あり積極的に選択しうるものではなかった。政府短期証券の90%以上は日銀引受けであり、これを4～5月国債発行相当額だけシ団メンバーに引き受けてもらうのは、売りオペの変形にすぎない。前述の日銀オペと同じような問題点をかかえている。

また、資金運用部引受分の肩代りにしても中央銀行によるオーソドックスな金融調節でないうえ、そもそも2200億円にはとうてい及ばない。さらにまた、譲渡価格の設定が難しく市場価格で売却すればキャピタル・ロスをこうむることになる。政保債も支出時期と関係があるので、国債の肩代りで4～5月に集中させて発行させるのは困難である。そのうえ、41年度の4～5月発行額は504億円にすぎず、これを倍増しても2200億円にはほど遠いといえよう。

その後、種々な検討が関係者の間でなされたが、結局次のごとき結論に42年1月の段階で達していた。³⁾

以上のように、4、5月に国債発行を差控えるとする、(イ)6月以降に発行を行なって、4、5月には何らの代替措置を行なわないとした場合はもちろん、(ロ)4、5月に財政当局自らあるいは日銀により何らかの代替措置をとるとした場合においても、それぞれ、少なからぬ問題点があり、結局、4、5月に国債発行を差控えること自体が、市中消化の原則下においては無理であるとの結論に達せざるをえないと思われる。

第2の問題点が、暫定予算のもとで制度上、公債収入金を計上しうるかの解釈である。まず最初に、暫定予算における公共事業等の公債発行対象経費と公債収入との関係について、考えうるケースを次のように挙げ検討を開始している。⁴⁾

(考えられうるケース)

1 暫定予算における公共事業費等の公債発行対象経費と公債収入との関係については、次のようなケースが考えられる。

- (1) 対象経費に見合う公債発行限度を規定する。
 - (イ) 公共事業費のうち継続費のごとく必要不可欠のものに限る。
 - (ロ) 新規事業費等の政策的経費までも計上する。
 - (ハ) 当年度公債発行見通し額、金融情勢等より判断して、暫定予算期間中に発行必要な公債額と同額の公共事業費等を当該期間中に実際に支出すると否とにかかわらず計上する。

(2) 対象経費を超過する公債収入を計上する場合

- (イ) 公債収入を含む歳入が暫定予算の歳出を超過しない。
- (ロ) 同 上 超過する。

そして、財政法第30条、第4条の関連する項と対比させつつ各ケースの適否を論じている。財政法第30条に関し、次の第1項

財政法第30条第1項「内閣は、必要に応じて、一会計年度のうちの一定の期間に係る暫定予算を作成し、これを国会に提出することができる。」の中で「必要に応じて」の解釈が問題となる。上記の(1)(イ)のケースを除き、問題はないと判断される。

一方、財政法第4条に関して第1項

財政法第4条第1項「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。」

との対応で、暫定予算においても公共事業費等の額と国債発行限度額が見合っていないかとの問題が生じる。これに対し両者の見合いは1会計年度全体としてみた場合達成されていればよく、年度の途中で見合うべきことを要求されていないとの解釈がとられている。その他、財政法第4条第3項、財政法第2条第4項との関係も吟味されているが、いずれとも抵触しないとされている。最終的には法制局に検討事項を持ち込み問題を詰めている。⁵⁾

42年3月の段階で4、5月の2カ月間についての暫定予算編成が決定され、国債発行について大蔵省内で次のごとき方針が固められた。⁶⁾

1. 暫定予算に計上する事項

(1) 本予算に計上される経費のうち、どのような事項が暫定予算の内容になりうるかについては、法律上はなんらの制限も設けられていないが、本予算が成立しない場合の応急的な措置としての本質からして、暫定予算の内容は国政運営上不可欠のものに限定すべきであって、短期間の審議には適しない新規政策にかかる経費は計上しないのを原則としている。

(2) しかしながら、国家財政と国民生活との関連およびその影響の度合いが、上記の事例当時に比べきわめて密接かつ強度のものとなってきた現在において、前記のごとき方針を厳密に貫くことは、政策上適当なものとはいいかねるケースが出てきていることも否めない。

(3) 以上の2つの要請をいかにバランスさせるかが暫定予算編成のポイントであり、現在の経済、社会情勢を考慮し、暫定予算においては次の考え方によって歳出歳入を計上する。

(イ) 歳 出(略)

(ロ) 歳 入

(a) 公債の発行

財政および経済の現状にてらし、42年度においても前年度に引

き続き公債政策を継続することが財政運営上不可欠であり、しかもこの公債8000億円(うち運用部300億円)の市中消化を確保するためには、金融情勢等からみて、暫定予算期間中に少なくとも前年同期と同額程度の公債を発行する必要があるのであるから、これを暫定予算に計上することは、国政運営上必要最小限度のものというべきであって、暫定予算制度の趣旨に反するものではないと考えられる。

また、この場合、発行額は暫定予算に計上される公債対象経費の金額と関連させる必要はないと考える。

(b) 増減税(略)

この暫定予算のもとでの国債発行の取扱いは、その後暫定予算が発生した昭和43、45、47、48、49各年度にも適用されることになった。

(注)

- 1) 「4～5月国債不発行の場合の各種金融操作とその問題点」(昭和41年12月6日理財局)(大蔵省資料Z24-99-7)。
- 2) 同上。
- 3) 「暫定予算における国債発行について」(昭和42年1月27日理財局)(大蔵省資料Z24-99-8)。
- 4) 「暫定予算に計上しうる公債収入の法律的(財政法)解釈について」(昭和41年11月16日理財局)(大蔵省資料Z24-99-9)。
- 5) 「暫定予算で措置し得る事項には制限があるかどうかについての検討(1月16日法制局へ持ち込み)」(昭和42年1月14日主計局)(大蔵省資料Z24-99-10)。
- 6) 「暫定予算編成について」(昭和42年3月7日)(大蔵省資料Z24-99-11)。

第2節 国債の償還・消却・借換え

1 減債基金制度創設をめぐって

国債発行は当然のこと、利子支払いと元本の償還を伴う。昭和41年度に戦後初めて国債が発行された時点で、早くもこの問題が検討されだしている。これは当初、国債減額制度の是非をめぐって始められた。

従来、国債の償還は国債整理基金特別会計を通じて行われていた。この特別会計は、明治39年に日露戦争などによる国債の累積に対応し、これを整理する目的で設けられた。当時、諸外国でも減債基金を制度的にもっていたが、いずれもが累積公債の整理を目的としており、わが国のケースと軌を同じくしていたといえる。

ところが、昭和41年頃の段階では減債基金の必要性が認識されていたとはいえ、まだ国債残高もそれほどでなくその整理を図らねばならぬという状況ではなかった。そこでおのずから別の角度から、減債制度のあり方が問われていた。この点、財政制度審議会は減債小委員会を設け審議を進めており、次のごとき見解を述べている。¹⁾

当審議会は、減債制度によって、累積公債を整理するというのではなく、一般財源による公債償還の考え方及びルールを明確にし、これに基づいて償還を確実にこなうという観点から検討すべきものであると考える。

そして、さらに、次の2点に敷衍している。

(1) 新しい公債、すなわち財政法第4条にもとづく公債の償還については、その性格上次の基本的な考え方によるべきである。

イ 公債はすべて最終的には一般財源により償還されるべきであるが、財政法第4条にもとづく公債の見合資産は、相当長期間にわたってその効用を発揮するものであるから、一般財源による償還もこれに見合って行うこととして差支えない。

ロ たとえば41年度発行の公債は、48年度に満期が到来する。満期到来時に

その保有者に対して全額を現金で償還すべきことは当然であるが、このことは必ずしもその財源のすべてを一般財源によらなければならないというものではない。すなわち、一部は一般財源により、一部は償還のための起債による財源により賄ってよく、これを繰り返して、最終的には、公債の見合資産の平均的な耐用期間等に見合った期間にわたり、そのすべてを一般財源により償還することとなるわけである。このことからみれば、現在7年と定められている新しい公債の償還期限はより長期のものとしてよいのではないと思われる。

(2) 現在の減債制度は、このような公債償還の考え方にふさわしいものであろうか。減債制度の現状は、要約すれば次のごとくである。

イ 公債の償還は、国債整理基金特別会計により行われるが、その財源は、一般会計等からの繰入財源と国債整理基金特別会計法第5条にもとづく償還のための起債(いわゆる借換債の発行)による財源とによって賄われる。

ロ 一般会計からの財源繰入れについては、

第1に、財政法第6条にもとづき前々年度剰余金の1/2を下らない額を公債または借入金の償還の財源に充てなければならないこととされているが、昭和38・39の両年度に生じた剰余金については1/5を下らない額とされている。

第2に、国債整理基金特別会計法第2条において、前年度首公債総額の116/10000以上(ただし、3000万円を下らない額)の繰入れが定められているが、この率は昭和7年度以降116/10000の1/3とされた。さらに、昭和28年度以降は、毎年特別立法により繰入れを停止し、昭和36年度以降は、「国債整理基金に充てるべき資金の繰入れの特例に関する法律」により、当分の間定率による繰入れを停止し、償還財源については、財政法第6条による繰入れのほか、毎年度公債の償還に支障を生じないように、予算に定める額を繰り入れることとされた。

さて問題は、このような形で行われている国債の償還を新たに減債制度を設け、それを通すべきか否かであった。新制度確立の必要性をめぐって議論がたかかわされたが、双方の意見は問題点の整理として次のごとくまとめられている。問題の本質を的確に要約しているので、紹介しておこう。²⁾

(1) 必要ありとする意見

- ① 国債発行(償還)に対する一般的不安感除去のため。
- ② 国債発行額に結びつけて基金に積み立てることにより、国債費負担の大きさを感ぜさせることを通じて発行に対する歯止めとなる。
- ③ 今後の財政運営に必要な弾力性を維持するためには、国債管理政策の活用も考慮されるべきであり、この見地からも必要(買入消却等)。
- ④ 価格支持が必要となる場合、財政もその態勢をととのえておく必要があるとすれば、この目的のために別の基金を設置してもよいが、減債基金の利用が適当。
- ⑤ わが国で、減債基金への繰入れをやめたのは、戦争など国運を賭して財源を賄う必要があった場合である。今後、通常の財政処理の一環として建設国債を出していくとすれば、当然基金を積み立てるべきだ。
- ⑥ 国債発行が恒常化する場合には、国債の信用を高めるという観点からなんらかの制度が必要、国債整理基金制度を活用すべきだ。
- ⑦ 建設国債の場合には、経済成長が促進され税収増という形で支払財源が生まれる。したがって、一般財源で基金に繰り入れ、他方で特定用途のため新規に国債を発行するのが筋。
- ⑧ 民間企業の場合には、減価償却の形で流動化したものが返済に充てられる。建設国債であれば、減価償却の考え方で減債制度も検討するのが合理的。

(2) 必要なしとする意見

- ① 国債発行が常態化している諸外国の場合、過去において減債制度を作った経緯はあるが、今日ではすべて廃止されるか、または有名無実化している。
- ② 「国債整理基金に充てるべき資金の繰入れの特例に関する法律」の考え方^(注)でやっていけばよい。制度の改正は、国債残高が巨額になってから検討すれば足りる。

(注) 同法(昭和36年法律第56号)§2「将来における国債の償還に支障を生じないよう……予算の定めるところによる」。

- ③ 毎年の償還計画は、財政計画の中で考えればよいが、具体的には財政法

第28条の「償還年次表」の形で示せばよい。

- ④ 国債を発行しながら、一方減債のために資金を積み立てていくことは、よほど有利に運用しなければ逆鞘になり、損である。社債などで減債基金をつけている例はNHKだけで、現在ではあまり意味がないと思う。
- ⑤ 減価償却引当金のように計算上減債所要額が明示されていさえすればよい。償却資金への繰入れのために新規国債を発行する必要はない。
- ⑥ 減債基金の機能は、単に償還財源を積み立てておくことだとすれば、財政の景気調整機能の関係からみると、不況のときに、一方で国債発行を行いながら、他方で減債積立てをして資金を吸い上げることは財政の景気調整策としては一貫しない。
- ⑦ 国債の満期償還は、借換えによることが多い。したがって、減債基金は、あってもなくてもあまり変わらない。
- ⑧ 公債1サイクル論の考え方に立てば、剰余金の一定率を償還財源に充てるという制度も意味がある。

減債基金制度を不必要とする考えは、一方で国債の新規発行を行い同時に他方で減債基金の積立てを行うのは、両建てで無意味であるという発想にもとづいていた。この両建論は、後年財政事情が苦しくなり定率繰入れを中断したとき(昭和57年度～平成元年度)にも、用いられた論法だけに興味深い。両建論の具体的内容は、大別すると当時次の2つにあった。

- (1) 財政資金需要があり国債の新規発行が継続している間は、国債の償還は必要ない。国債の新規発行が停止し、債務残高がこれ以上増加しなくなった時点で、改めて国債の償還方法を検討すればよい。
- (2) 発行の際償還の用途は立てるが(企業における償却引当金と同じように)、あえて基金の積立てを行わずに償却見合額だけ新規発行額を削減すればよい。このような両建論に対し、次のような批判が展開された。³⁾

(1) 両建論に対する批判

- (イ) 国債償還に対する基本的な姿勢が示されていない。良くいえば、財政の状況に応じて適宜適切に行動するが、悪くいえば行きあたりばったりである。
- (ロ) もっぱら、債務残高の推移の観点から、国債の償還を論じているが、本

来国債の償還は財政負担の平準化、減価償却、受益者負担等からして、銘柄別にみるべきである。とくに建設国債の場合はそうである。

- (イ) 減債のために積み立てた基金と、国債発行により得た資金とはまったく別の部門に使用すべき資金であり、両建ては結果にすぎない。
- (ニ) 新規発行が続いている間は、償還は行わないこととすると、既発行の国債はつねに借換えがなされ、当初は建設国債として発行された国債も時の経過とともに赤字国債に転ずることとなる。
- (ホ) 新規発行を行っている際でも、発行条件の1つとして、定時償還をせざるをえない銘柄もある。

(2) 2番目の両建論に対する批判

- (イ) 当初は銘柄に対応していた投資対象が時の経過とともに順次に投資対象が変更されることとなり、このような面倒な手続をともないつつあえて基金の積立てを回避するだけのメリットがあるか疑問である。
- (ロ) このメリットとしては、両建てによる逆鞘を避けるということであろうが基金の運用いかんにより、逆鞘とはならない。
- (ハ) 減債基金の他の機能(たとえば価格支持、買入消却等)が活用できない。この機能だけのための基金の積立てを行うとしても、その適正金額の算出はきわめて難しい。

以上の議論の経過から明らかなごとく、減債基金制度の必要性は財政当局において、当初から認められていた。そこで41年後半から、その制度の具体化に向け本格的な検討が始まることになる。具体化に先立ちまず明確にすべきことは、減債基金制度の目的と機能であった。その目的は以下のように整理されていた。⁴⁾

減債基金制度とは、その名前の示すように、国債を計画的に償還していくために、特定の財源又は特定の金額を特別に経理することであるといわれている。いうまでもなく国債とは、国の国民からの借金であるから、借入の際少なくとも、償還財源は何をもって充当するか、またどの位の期間をもって返済することを計画しているか、等国債償還に関する基本的な考え方を明らかにすることは、財政当局の責務であり、この基本的な考え方の具体的な実現が減債基金制度である。

そして、機能として国の立場から財政負担の平準化、国民の立場から国債費

負担の公平化の2点を重要視し、各々次のように説明している。

(1) 財政負担の平準化

国債発行に際しては償還のめどをつけておくことが必要であるが、償還が巨額に上った場合に、償還財源を一時に調達することは、財政収支にきわめて大きい影響を与えることとなるので、この衝撃を軽減するために、財政負担の平準化を図ることが必要である。年々ある額の基金を積み立てることは、この償還財源を確保し、かつ財政負担の平準化をもたらすものである。

なお、財政負担の平準化には投資対象物件の年々の消耗という観点からしても首肯しうるところであろう。

(2) 国債費負担の公平化

国債発行に伴う経済的利益は世代間にわたって享受されるので、国債費もこの経済的利益に応じて負担するのが公正である。減債基金の年々の積立ては、世代間における国民の国債費負担の公平化をもたらすものである。

当然、この2つの機能のほかに減債基金は国債の買入消却、市場価格安定操作など国債管理政策の手段としての面も考慮に入れられていた。

〔注〕

- 1) 「減債制度について」(「財政制度審議会減債小委配布資料」(昭和41年8月5日大蔵省)(大蔵省資料Z 24-100-1)。
- 2) 「減債基金制度について問題点の整理」(昭和41年4月25日理財局)(大蔵省資料Z 24-96-4)。
- 3) 「減債基金制度を両建とする見方について」(昭和41年6月28日理財局)(大蔵省資料Z 24-96-5)。
- 4) 大蔵省資料Z 24-96-6。

2 定率繰入方式

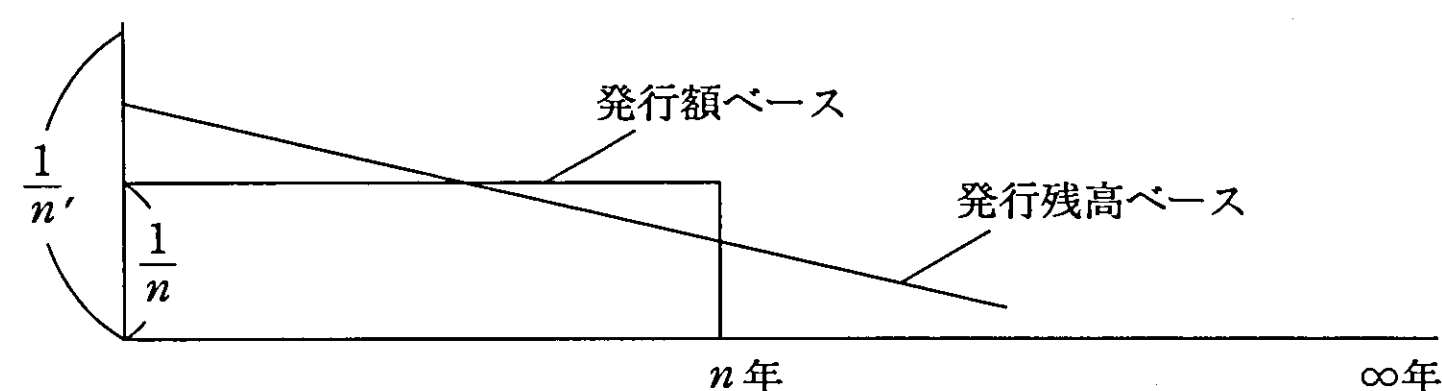
さて減債基金を作ったとて、それをどう運用するかが次の問題となった。具体的には、次の2つが問題となる。

(1) 年々の繰入額をどう算定するか。

(2) 対象とする国債の範囲をどこまでとするか。

繰入基準、対象国債の各々についていくつかの選択肢がある。これらの選択

図 8-1 一定率方式による毎年の繰入額



肢のうち、剰余金繰入れのほか、一定率を繰り入れる方式が有力な検討の対象となってくる。と同時に、対象国債については最重要な建設国債を中心に検討が進められることになる。

一定率を乗ずる場合の最大の問題は、何に対して乗ずるかである。大別すると2つに分けられる。1つはGNPあるいは財政規模であり、もう1つは国債発行額もしくは国債残高である。減債制度という本来の狙いからすると、当然のこと後者のほうが合理的ということになる。ただし、この場合、一定率を乗ずるベースとして、当初発行額を用いるべきかそれとも（一部償還後の）発行残高を用いるべきかが問題となる。両者による毎年の繰入額を図示すれば、図8-1のごとくなる。

しかしながら、この問題はこれで決着がついたわけではない。定率繰入れを前年度首国債残高の1.6%に決定されるまでには、財政当局内部でも意見の調整が必要であった。発行額ベースにするか残高ベースにするかの相違は、前者が完全に償還が可能になるのに対し後者では必ずしもそうならないという点にある。一応理論的には、どちらのベースを選択すべきかに関し、次のごとく述べられている。¹⁾

技術的な問題として論ずる場合には、次のような点から残高ベースとして、繰入額を決定することが、实际的と考えられる。

- (イ) 債務残高が減少するにも拘らず、繰入額は一定とすることよりも、債務残高の減少と共に繰入額（従って償還額）も減少することが常識的と思われる。
- (ロ) 発行額ベースとすると、繰入額は銘柄別で決定されることとなり、事務がやや煩雑となる。しかも銘柄別の発行額と基金とはリンクしているので基金を買入消却、価格安定化等に弾力的に運用しにくい。
- (ハ) 発行額ベースでは、完全減債が可能となるために、剰余金の繰入れは不要ではないかという意見がでる恐れがある。たとえ、発行額ベースで完全減債

をするのではなく、剰余金繰入れの余地を残しておくとしても今度は両者の比率はいくらが適正かという理由づけが難しい。

当初、財政当局は発行額ベースによる定率繰入れを主体に、国債ごとに次のごとき考えをもっていた。²⁾

1. 国債を3つに分類し、それぞれ次のような繰入れを行なう。

- (1) 交付国債、出資国債および外債

毎年度、それぞれ、賦金支払期の到来額および買入消却予定額、償還要求見込額、減債基金繰入予定額を一般会計から繰り入れる。その年度の繰入額と実際の使用額との間の過不足は、次年度繰入れの際に調整する。

(注) とくに出資国債の場合に問題となる不足分は、40年度国債や新規国債の分から流用することとなるもやむをえまいが、必ず次年度で補てんしてもらわないと困る。

- (2) 40年度国債

42年度から47年度まで毎年度2,000億円の1/6ずつを一般会計から繰り入れる。

(注) ただし、7年完全繰入れが確保されるかぎり、繰入率にはこだわらない。

- (3) その他の国債（旧内国債、41年度以降の建設国債）

- (イ) 毎年度、前年度首までに発行された銘柄一本ごとに、繰入累積額が発行残高に達するまで1/50ずつ一般会計から繰り入れる。

アンダーバー借換発行に伴う増加分は、そのとき新たな発行があったものとして計算していく。

(注) 1/50は1/60（2世代間）とすることも考えられる。

- (ロ) 毎年度、前々年度剰余金の1/2を一般会計から繰り入れる。

この場合、発行年次の古いものから発行残高を落としていく。発行残高が落ちると、その部分については、それまで繰入超過となっているという問題を生ずるが、その分は最終年次の繰入額から順次充当していく。

プレミアム借換発行に伴う減少分についても同様に考える。

- (ハ) 前2項による繰入額の未使用残がその年度に必要とされる償還資金に不足するときは、一般会計から不足額を繰り入れる。ただし、その分は次年度以降において、償還に支障を来さないかぎり、繰入額を減額して調整する。

(注) 42年度にさしあたり問題とする。

2. 繰入額の計算については上記のように区分するも、一旦繰り入れた資金は一体として使用する。

3. 上記の繰入れによって将来かなりの資金がたまるものと予想されるが、だからといって利息の負担替えは困る。現実が発生する運用益は利息と相殺しても

よい。

(注) 特別会計繰入分による運用益との区分経理の問題を生ずるが、実際問題として無視してさしつかえあるまい。

その後、この減債制度案は次第に詰められていくことになる。発行額ベースにするか残高ベースにするかの選択に関し、比較的早い段階で残高ベースにする案で固まっていた。これについて次のような説明がなされている。³⁾

1. 国債を三つのグループに分類し、それぞれ、毎年度、国債整理基金特別会計に次のような繰入れを行なう。

(1) 交付国債、出資国債、外貨債……割賦償還や、買入償還等に必要な額を繰り入れる。繰入額と実行額との間の過不足は次年度において調整する。

問題となりやすいのは、出資国債の予想以上の償還要求である。その際、全体としての資金繰りがつけば、日銀買取りというわけにはいかず、一般分を流用ということになるだろうが、必ず翌年度穴埋めすべきである。

(2) 40年度国債……一般の国債とは別に、47年度に必ず全額償還できるよう別途に、42年度から47年度まで1/6ずつ繰入れを行なう。

旧内国債をどう考えるかの問題もあるが、余り複雑になるのはいかがかと思われるので、一応一般の国債に含めてよい。しかし、すでに、相当期間経過していることでもあり、できる限り、早急に償還していきたい。その際、資金が不足するような場合には、必要な額は追加繰入れすべきである。

(3) その他の普通内国債……

① 毎年度、前年度首未償還残高(理財局帳簿)の○%を繰り入れる。

② 毎年度、前々年度剰余金の1/2を繰り入れる。

③ 上記の繰入れのほか、実際の償還を行なっていく上で、資金が不足するときは、必要額を追加して繰り入れる。

2. 上記により繰り入れられた資金の余裕金から発生した運用益は、そのまま、国債整理基金特別会計に帰属させ、一般国債の元本償還原資の一部に充当する。利子所要額は別途全額繰入れを受ける。

(償還計画から何年とみて、借換えていくかにもよるが、それほど多額の余裕金が生じる可能性はまずない。)

3. 繰り入れられた資金および運用益は、全体として一本で運用する。

このうち、問題となったのは定率繰入れの基本的なパーセント(文書で○%)と、40年度国債を別枠にするか否かの対象国債の範囲であった。当初はこの件に関し次の2点が念頭におかれていた。⁴⁾

1. 40年度国債を別枠に考えるのはやめて、旧内国債とともに建設国債の定率繰入れの対象に含めてよい。したがって、国債は二つのグループに分けられるが、交付国債グループについては、とかくキチンキチンと繰入れを受ける(予算と実行との差は翌々年度で調整)。剰余金、運用益、追加繰入れは全部建設国債グループに注ぎ込むという原案でよい。

なお、出資国債の日銀買取りの要件を研究しておくこと。

2. 建設国債の定率繰入れのパーセントは2%でいきたい。国会に対しては、運用益を考慮すれば、ある一本の国債を考えた場合、7年ごと50年(ないしは60年)償還が追加繰入れなしにつつがなく泳げるパーセントです。という説明でいきたい。そのためには、運用パーセントを4.5ないし5.0にあげてもよい。その点、再計算すること。

その後議論を交わす間に、定率繰入率は1.9%あるいは1.8%と次第に引き下げられ、また40年度国債の別枠が復活したりした。42年2月の段階で、最終案はほぼ次のごとく固められた。⁵⁾

1. 定率は、前年度首国債残高の1/60とすること。

○償還期限は60年間とする。

○基金残高の運用利回りは5%、運用益は定率対象国債の元本償還財源に充当する。

○具体的には次のとおり。

「現行条件どおり7年を前提として、7年ごとに1割ずつ現金償還すると考えれば、5%運用で、定率分により62%、運用益により39%カバーしうるので、ちょうど完全減債できる計算になる。実際には過不足が生じようが、不足の場合には剰余金の1/2繰入れや予算繰入れにより対処するので大丈夫だ。」

2. 定率の対象となる国債残高の範囲については、出資国債、割賦国債だけでなく、40年度債も除外することとし、40年度債については、42～46年度の間に相当額の積立てを行なうものとする。

3. 剰余金の1/2繰入れは、全部定率対象国債の償還財源に充当すること。(予算繰入れを行なったからといって、次年度以降の定率繰入額から減額するようなことはしないこと——念のため)

以上のごとき折衝を経たが、42年度予算案成立とも関連し最終的には次のごとく決着がつけられることになった。⁶⁾

1. 「定率」は、40年度国債こみの1.6%とする。

2. 償還期限60年とすれば、1/60の繰入れとなるが、これを丸めて1.6%と

して対外的に説明する。

3. 元本償還財源として特別会計に毎年度、次の3つが繰り入れられる。

- (1) 定率グループについての定率繰入れ(現行特会法第2条第2項による)
- (2) 一般会計剰余金の1/2(財政法第6条による)
- (3) 必要に応じて行われる予算繰入れ(特会法に規定新設)

〔注〕

- 1) 大蔵省資料Z24-96-7.
- 2) 「9月6日の減債基金の繰入れ案について」(昭和41年9月6日理財局)(大蔵省資料Z24-100-2).
- 3) 大蔵省資料Z24-100-3.
- 4) 「新減債制度に関する理財局の最終的な腹づもりについて」(昭和41年10月20日理財局)(大蔵省資料Z24-100-4).
- 5) 「主計局の第2次提案に対する回答(修正版)」(昭和42年2月9日理財局)(大蔵省資料Z24-100-5).
- 6) 「減債制度の運営について(法規課修正版)」(昭和42年2月25日)(大蔵省資料Z24-100-6).

3 国債整理基金の活用

新しい減債制度は、定率繰入れ、剰余金の1/2および予算繰入れによる減債基金をあらかじめ留保することになる。そこで、この資金の管理・運用のため、従来から存在する国債整理基金特別会計が一部法改正されて活用されることになった。

その狙いは公的に次の4点に求められていた。¹⁾

- ① 市中消化の原則のもとに、国債政策が発足したのを機会に一般財源による国債償還の考え方、仕組みを明らかにし、国債政策に対する国民の信頼を得る。
- ② 定率繰入れを義務づけることにより、一般財源が先取りされることになるので、財政運営が慎重になり、ひいては財政膨張、国債残高累増に対する間接的な歯止めの役割を果たしうる。
- ③ あらかじめ一定率による繰入れを行うことにより、償還に伴う財政負担の平準化を図る。

④ 国債整理基金の余裕資金を活用して、国債市場の安定を図る。

このうち実際の政策的視点から意味のあるのは、③と④である。かかる点、国債整理基金は改めて国債管理政策の役割を担うことになった。財政負担の平準化とは、償還のおり一時に多額の財源を必要とするので、それに備えて毎年一定の額を積み立てておく必要がある。しかし、年々の国債発行額で償還額がほぼ一定であり、さらに借換債そのものについてあまり変動がないとすると、現金償還を約束している昭和40年度債を別としてその満期以降、積立てがなくても償還を円滑に行える。とすると、③の機能をことさら重要視する必要はなくなる。しかしながら現実には、年々の償還額は変化するし、借換債の発行も固定して考えるわけにはいかない。したがって、現金償還のための財源を制度的に積み立てておかねばならなくなろう。

と同時に国債発行後、その市場価格が安定的に推移しないかもしれない。つまり国債価格の下落は、新発国債の発行を著しく困難にするし、かつ発行条件が不利になり財政負担が大きくなる。そのほか、発行主体である国の信用を損なうなどの弊害を伴う。かかる点、国債が本格的に発行されだしたのを契機に、国債価格支持のため④の機能にも大きな関心が払われてきた。

このように国債整理基金の活用が強調されたが、減債制度としてもう1つ別な狙いが強調されていた。それは残高ベース1.6%の定率繰入方式では、60年完全償還が理論的に不可能であるということに起因していた。そこで定率繰入だけで60年間の完全償還を図るために、相当額の運用益を確保することが、国債整理基金の長期運用に関連して重要視されていた。このためには計算上、年9%強の運用益が必要だと見込まれていた。しかし、この運用益が上げられない場合、60年償還は不可能になるので、後述するように、他の選択肢として国債消却が合わせて検討されている。ほぼまとまった段階での案は、次のとおりである。²⁾

1. 前 提

40年度債の全額現金償還と関連づけ、とりあえず47年度までの運用方針を以下の通り定めることとする。

2. 目 的

整理基金の運用を有利に行ない、もって一般会計の負担軽減を図り、かつ、

現行定率繰入れ制度の下における償還に支障なからしめることを目的とする。

3. 購入資金
- 定率対象積立金とする。ただし、一定額を緊急対策資金として留保し、これを短期運用に充当する。
4. 買入銘柄
- 第一回債(41年1月～3月発行)
5. 買入先
- 日本銀行とする。日本銀行の手持国債が不足する場合には、不足分を資金運用部から買戻し、日本銀行から国債整理基金が購入するものとする。
6. 買入価格
- 第一案 国債整理基金買入時の市場価格
- 第二案 日本銀行のオペによる購入平均価格
- 第三案 日本銀行のオペによる購入平均価格プラス償還差益(日本銀行の平均保有期間分)
- (注) 日本銀行が理論価格に固執する場合は
- (1) 売戻し条件付とする。
- (2) 整理基金全額を長期債購入に充てる。
- (3) 2回債以降も対象に加える。
- ことを条件に情勢によっては受諾することを検討する。
7. 買入後の形態
- 整理基金の有利運用を図り、予算繰入れの必要性を軽減する観点から、相当期間保有することとする。
8. 48年度以降の措置
- 48年度以降、当分の間は、定率対象積立金は生じないものと見込まれるが、一時的に余裕金のある場合は、これを2回債以降を対象とする日本銀行からの売戻し条件付購入に充てることとする。

このような検討を経て、実際に43年10月に第1回の六分利国債が250億円ほど日本銀行から購入された。具体的な内容は、次の「長期国債購入についての令達」³⁾からうかがい知ることができる。

長期国債購入についての令達

日本銀行総裁 殿

昭和43年10月23日

大 蔵 大 臣

国債運用資金による長期国債の購入について

標記のことについて、下記のとおり購入することとしたから、手続方取り計られたく通知する。

記

購入年月日	昭和43年10月23日
購 入 先	日 本 銀 行
銘 柄	六分利付国庫債券(第一回)
額 面	25,000,000,000円
購 入 価 額	24,512,500,000円
	(額面100円につき98円05銭)
経 過 利 子	284,931,500円
	(額面100円につき1円13銭97260)

(資 料)

国債整理基金の長期国債購入に関する実施細目

1. 購入申込み
- 国債整理基金特別会計(大蔵省理財局国債課)は、日本銀行(営業局総務課)に対し、購入日の1週間前までに書面(別紙)にて購入申込みを行なう。
2. 購入価格
- 上記1に基づく購入申込み直前の東京証券取引所における市場価格とする。
3. 経過利子
- 国債整理基金特別会計は、日本銀行に対し、直前の利子支払日の翌日から購入日までの日数に応じ、上記に基づいて購入金額とは別に既経過利子を支払う。

[注]

- 1) 「国債整理基金の性格について」(昭和43年8月29日理財局)(大蔵省資料Z597-7-2)。
- 2) 大蔵省資料Z597-7-3。
- 3) 大蔵省資料Z597-7-4。

4 国債の買入消却

国債整理基金の活用の一環として、昭和43年10月23日に長期国債が購入され、その運用益を償却資金に充当することになった。と同時に、この運用と並んで国債の買入消却の是非をめぐって議論が交わされていた。つまり、基金で購入した国債を財政負担軽減のため活用するとすれば、その方策は2つあることに

なる。

- (1) 保有して利子を受け取り、国全体としての利子負担の軽減を図る。
- (2) 額面より低い価格で買い入れて消却し、償却費を節約する。

このうち、(2)のほうが、いわゆる国債の買入消却である。

それでは国債の消却と償却とではどう異なるのであろうか。これに関し、財政当局は次のごとき解釈をしている。¹⁾

消却は、国債証券買入銷却法に基づいてこれを行う。買入消却とは、償還すなわち債務の弁済とは異なり、国が自己の債務を化体した有価証券である国債を買い入れ、これを消滅させることにより、国の債務を消滅させる行為である。しかし、国の債務を消滅させるという観点から償還とは異なるところがないので、予算上の国債償還費が充当される。

ここでの説明のように、国債消却は予定したより早期の償却を意味する。したがって当然のこと、償却財源を必要とし、国債整理基金の資金繰りとも関係してくる。43年に成立した新減債制度を所与とすると、国債消却は次のごとき効果をもたらすことになる。

- | | | | |
|---|---|---|---|
| <ol style="list-style-type: none"> ① 定率繰入減少 ② 支払利子減少 ③ 国債整理基金運用益減少 | } | → | <ol style="list-style-type: none"> ④ 一般会計財政負担減少 ⑤ 国債整理基金の資金繰り悪化 |
|---|---|---|---|

このように国債消却は一方で一般会計の負担を軽減するが、他方、将来の償却財源の不足をきたし、予算繰入れを必要とするかもしれない。このような状況のもとで、財政当局は次のごとき対応を考えていた。²⁾

国債整理基金が保有することとなった長期国債は、原則として速やかに消却すべきものであろう。償還計画に支障のない範囲内で保有するものであるから満期まで保有していなければならない理由はないし、国債残高を縮小し支払利子を減少するためにも、消却することが好ましい。しかし消却にあたっては次の点を留意して置く必要がある。

イ 基金は長期国債を買い入れる際、既経過利息を支払っているので、受取利息によりこれを補填する必要がある。このため、消却時期は、もっとも早くても買入後に直近する利払期後となる。

ロ 基金にとっては満期前に消却することとすると、前年度首国債総額の1.6/100繰入分が減少し、また償還財源の満期までの運用益が見込めないこととな

るため、満期まで保有している方が有利である。消却をする場合には、当面の資金手当だけではなく、長期的視野に立って償還財源への影響を見直す必要がある。

国債の買入消却に関する議論は、43年10月14日、実際に長期国債(第1回債)を購入してから本格化した。選択肢として次の4案が検討された。

- (1) 相当期間、保有し運用する。
- (2) 即時に全額を消却する。
- (3) 買入れ後、一定期間保有し全額を消却する。
- (4) 買入れごとに、一部を消却する。

このうち、実際に採用されたのが(4)で44年3月31日に国債消却が実施された。具体的な買入消却の手続は次のごとき手順をふむことになっていた。³⁾

国債の買入消却事務は、大蔵大臣の命令によって日本銀行が取扱い、買入れをなした場合には、国債の名称、記号、額面金額の種類、枚数、総額、買入価格及び買入年月日を大蔵省に報告することになっている(日本銀行国債事務取扱規程49条第1項)。これを受けて大蔵大臣は買入消却の告示を行なう建前となっている(国債証券買入銷却法2条)。

実際の買入消却の事務は、対象となる国債が、(1)国債整理基金保有の場合、(2)日本銀行保有の場合、(3)市中保有の場合で異なってくる。最初の買入消却は、(1)のカテゴリーで大蔵省、日本銀行による次のような手順をふんで実施されることになった。

大蔵大臣は国債整理基金保有にかかる国債を買入消却する旨日本銀行総裁(国債局)に対し令達する(営業局に対しても通知を行なう)とともに、国庫金振替書を発行する(払出科目 昭和 年度歳出 大蔵省所管国債整理基金特別会計国債整理基金支出、受入科目 公債償還資金)。これらを受けた日本銀行は、消却行為(具体的には登録簿より除却を行なう)を実行するとともに、組替書を発行して資金の組替えを行なう(払出科目 公債償還資金、受入科目 国債運用資金邦貨債運用資金)。この組替えは、国債整理基金が歳出外運用で取得した国債について、歳出をたてて消却(償還)したことによって、国債取得時に歳出外支出によって出た資金を歳入外で国債運用資金に戻入するものである。なお、このようにして買入消却を行なった後には、日本銀行は大蔵省に対し、買入消却した旨報告することになっている。

44年3月31日、第1回債116億円(額面)が国債整理基金で買い入れられ消却

された。このときの大蔵大臣の「令達」および日本銀行総裁の「実行報告」を、
次のように掲げておこう。

買入消却の令達

蔵理 第1191号
昭和44年3月31日

日本銀行総裁 殿

大蔵大臣 福田 赳 夫

国債整理基金保有に係る六分半利国庫債券の買入消却について

標記のことについて、下記により買入消却することとしたから、処理方取り計
らわれない。

なお、買入消却の実行後その状況を報告されたい。

記

- | | |
|--------------|-----------------|
| 1. 国債の名称及び記号 | 六分半利国庫債券(第1回) |
| 2. 買入先 | 国債整理基金特別会計 |
| 3. 額面金額 | 11,600,000,000円 |
| 4. 買入消却実行日 | 昭和44年3月31日 |
| 5. 買入代金 | 11,454,364,383円 |
| 買入価額 | 11,373,800,000円 |
| 経過利子額 | 80,564,383円 |

国債 第186号
昭和44年4月1日

大蔵省理財局長 殿

日本銀行国債局長
竹村 直 己

国債整理基金保有にかかる六分半利国庫債券の買入消却実行報告の件

昭和44年3月31日付蔵理第1191号により下記国債を昭和44年3月31日に買入消
却しましたので報告します。

記

- | | |
|--------------|-----------------|
| 1. 国債の名称及び記号 | 六分半利国庫債券(第1回) |
| 2. 額面金額 | 11,600,000,000円 |
| 3. 買入代金 | 11,454,364,383円 |
| 買入価額 | 11,373,800,000円 |
| 経過利子額 | 80,564,383円 |

以上

この国債買入消却に関し、最後に告示をすべきか否かで財政当局と法制局の
間で意見の相違がみられた。告示が必要だとする根拠は、国債証券買入銷却法
(明治29年法律第5号)第2条の「買入銷却をなしたときは、その証券の種類、
番号、総額及び買入価格を告示すべし」との規定によっている。しかしこの建
前が守られたのは、同法が制定されてから明治41年頃までの10年間程度であり、
それ以降終戦後までは証券個々の番号、価格を省略あるいは当該年度分をまと
めて翌年度初めに一括告示するという略式の告示が行われていた。戦後になっ
て、この法律による告示は全然行われていない。

そこで第1回債の買入消却に際して、改めて告示の必要性の有無が問題とな
った。この場合、法制局は一応告示について必要なしとの態度をとってい
た。⁴⁾

法制局の見解

- a 買入銷却法は、国が市場から国債を直接買い入れて、これを消却する場
合に適用される。
- b 今回のように国債整理基金が日銀から運用として買い入れ、それを消却
する場合には償還となんら異なるところはない。
- c したがって銷却法第2条の告示は必要がない。

しかしながら財政当局は、国債買入れが価格効果をもつ場合、これを周知さ
せるために告示するという狭い立場でなく、むしろ消却行為自体が告示の対象
になりうるとして、告示にふみきった。44年3月31日付で、次のごとき「買入
消却の告示」を行っている。

買入消却の告示

○六分半利国庫債券の買入消却に関する件

大蔵省告示第31号

昭和44年3月31日付けで次の国債を買入消却した。

昭和44年4月11日

大蔵大臣臨時代理

国務大臣 菅野 和 太 郎

六分半利国庫債券(第1回)額面 116億円

この買入価格 113億7,380万円

表 8-4 昭和42～50年度の国債

区 分 \ 年 度	42年度実績	43年度実績	44年度実績	45年度実績
I 財 源	137,288	135,125	196,116	224,514
1. 一般会計より繰入	21,669	69,264	121,935	107,879
(1) 定率繰入分	4,148	14,869	26,369	33,557
(2) 財政法第6条繰入分	776	11,378	11,413	7,656
(3) 予算繰入分	16,745	43,017	84,153	66,666
2. 特別会計より繰入	952	952	1,151	3,480
(うち産投定率相当分)	(569)	(554)	(686)	(750)
3. 日本国有鉄道等より繰入	3,252	3,242	3,200	3,200
(1) 日本国有鉄道	1,200	1,200	1,200	1,200
(2) 日本電信電話公社	2,052	2,042	2,000	2,000
(3) 農林漁業金融公庫	—	—	—	—
4. 公債金収入	63,672	27,174	19,228	31,330
(うち新規国債分)	(—)	(—)	(—)	(—)
5. 運用収入充当分	—	—	—	—
6. 前年度剰余金見合分	—	—	1,264	1,559
7. 前年度繰越金受入	47,743	34,493	49,338	77,066
II 償 還	102,795	85,787	119,050	101,288
1. 内 国 債	99,911	80,440	116,953	97,782
(1) 普通国債	64,544	33,330	24,443	34,866
(うち新規国債)	(—)	(—)	(—)	(—)
イ. 現 金	872	6,156	5,215	3,536
(うち新規国債)	(—)	(—)	(—)	(—)
ロ. 借 換	63,672	27,174	19,228	31,330
(うち新規国債)	(—)	(—)	(—)	(—)
(2) 年賦償還制国債	29,237	31,438	41,290	40,608
(3) 出資国債	5,450	2,000	35,160	11,346
(4) 買上げ償還	680	2,299	4,678	3,211
(5) 買入償却	(—)	11,373	11,382	7,751
2. 外 貨 債	2,884	5,347	2,097	3,506
III 翌年度へ繰越	34,493	49,338	77,066	123,226

(出所) 大蔵省資料Z 598-5-3.

この買入消却が、いわゆる国債償還の中でどの程度の重要性を占めていたか、42～50年度について表8-4で示されている。43年度にはじめて114億円ほど買入消却され、それは償還全体の13.3%である。その後、44、45年度と償還額の8～10%程度の買入消却が続いたが、46年度額には666億円と37.5%の規模で実施されている。47年度以降、ほぼその役割を終了した形となっている。

償還財源および償還状況の推移

(単位：100万円)

46年度実績	47年度実績	48年度実績	49年度実績	50年度実績
286,145	249,920	926,559	1,134,592	996,415
113,251	129,687	242,018	273,515	321,709
40,003	45,086	63,109	86,599	122,485
34,891	36,604	90,743	142,865	137,829
38,357	47,997	88,166	44,051	61,395
4,132	3,744	3,543	3,695	4,097
(772)	(717)	(622)	(561)	(501)
3,200	3,680	3,680	9,711	1,394
1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
2,000	2,000	2,000	8,032	—
—	480	480	479	194
38,172	—	595,816	657,174	415,569
(—)	(—)	(595,816)	(635,845)	(415,569)
—	—	—	—	0
4,164	4,394	7,067	4,333	10,579
123,226	108,415	74,435	186,164	243,067
177,730	175,485	740,395	891,525	610,240
173,618	171,698	736,908	887,770	606,082
52,821	122,225	683,625	784,625	498,656
(—)	(100,964)	(674,998)	(719,996)	(470,858)
14,649	122,225	87,809	127,451	83,087
(—)	(100,964)	(79,182)	(84,151)	(55,289)
38,172	—	595,816	657,174	415,569
(—)	(—)	(595,816)	(635,845)	(415,569)
38,077	37,718	36,473	58,636	54,013
14,427	11,250	16,504	25,030	49,933
1,710	504	301	1,004	3,477
66,583	1	5	18,475	3
4,112	3,787	3,487	3,755	4,158
108,415	74,435	186,164	243,067	386,175

〔注〕

- 1) 「国債整理基金の運用及び買入消却」(昭和43年4月19日理財局)(大蔵省資料Z 597-7-5)。
- 2) 「国債整理基金の長期国債運用についての考え方」(昭和43年5月1日理財局)(大蔵省資料Z 597-7-6)。
- 3) 「国債の買入消却について」(昭和43年12月18日理財局)(大蔵省資料Z 597-7-7)。

- 4) 「建設国債の買入消却の告示について」(昭和44年3月27日理財局)(大蔵省資料Z597-7-8)。

5 国債の借換え

さて国債の償還に関し、昭和45年あたりから関係部局で真剣に検討が開始された。それまでに一応、国会での大臣答弁などを通じて、次のごとき原則が次第に確立されてきた。¹⁾

- (1) 40年度発行のいわゆる税収減補填国債は、47年度の満期において、全額現金償還する。
- (2) 41年度以降発行のいわゆる建設国債については、その時々を経済金融情勢に応じて、現金償還、借換償還を併用し、最終的に60年間で完全減償を行う。

このための償還財源としては、すでに述べたごとく次の4つが考えられていた。

- (1) 定率繰入れ1.6%
- (2) 剰余金の1/2の繰入れ
- (3) 国債整理基金の運用益
- (4) 必要に応じての予算繰入れ

国債の借換え問題は、この(4)と関連して浮上してきた。

国債償還のルールは、7年ごとの償還期に7/60ずつ均一に償還を行い60年目に完全に償還をおえるというものであった。このルールにもとづき、すべて全額を現金償還を行うとすれば49年度から予算繰入れを避けられないという見通しになっていた。しかし、この予算繰入れは法律上認められているとはいえ、予算編成にあたり圧迫要因になることから財政当局は極力避けたいと考えていた。そこで予算繰入れなしで償還を行う方式として、3つの方式が当初考案された。

方式A 資金運用部、日本銀行はすべて借り換える。

方式B 旧債はすべて償還し、借換債を必要なだけ発行する(借換債新規発行方式)。

方式C 資金運用部、日銀のほかに市中分についても、ある特定の機関のみ借換えに応じさせる(相対借換え)。

この3方式はいずれも一長一短があるが、実際には借換債を新規に発行する方式Bを中心に検討が進められることとなる。借換債の規模は、別な角度から見ると現金償還の額をどの程度にするのか、国債整理基金の資金繰り状況と関連してくる。具体的には、先述の償還ルールにより毎年1/60、満期時に7/60(11.6…%)を少なくとも現金償還をせねばならぬので、その残りが借換えに充当されることになる。かりに資金繰りに余裕が生じれば、7/60以上の現金償還もありうるとされていた。

さて実際の借換えにあたって、借換国債が財政法第4、5条との関連でどのように処理されるかの法律上の問題も重要であった。これに関し、次のごとき解決がとられていた。²⁾

- (1) 財政法第4条(建設国債の原則)との関係

借換国債の発行は、国債整理基金特別会計法第5条の規定に基づき発行されるものであり、財政法第4条による国債発行の特例扱いとなっている。また、借換による収入金は一般会計の歳入とならずに直接基金会計の歳入となる(基金会計法第3条)。

国債の償還資金は一般会計から繰り入れるのが、原則であり(基金会計法第2条1項)、借換発行が巨額にのぼる場合は、収入金を一般会計の歳入にたてた上、整理基金に繰り入れるべきではないかという議論がでてくる可能性があるが、借換償還に引き当てられる特定財源であることに着目した特例措置として割り切らざるを得ないであろう。

- (2) 財政法第5条(市中消化の原則)との関係

借換発行を行う場合、シ団を編成して市中消化の建前をとるのか、日銀引受発行とするのかという問題はあるが、国債の相当部分(45年3月末、発行総額の49.7%)が買いオペにより日銀保有となっており、日銀保有分の借換えは日銀引受にならざるを得ない。

この場合は財政法第5条但書の規定により国会の議決を経なければならぬことになる。

このうち(2)の日銀保有分の借換えについては、旧内国債の日銀保有分の前例

表 8-5 昭和48年度に満期が到来する六分半利国債(建設国債)の所有者状況等(昭47.12.14現在) (単位:億円)

銘柄等 所有者	六半国(2回債)		六半国(3回債)		六半国(4回債)		六半国(5回債)		合計	
	48.5.20		48.8.20		48.11.20		49.2.20		所有額	構成比
	所有額	構成比	所有額	構成比	所有額	構成比	所有額	構成比		
1 政府・日本銀行	1,451	69.1	1,474	92.1	885	38.5	403	53.7	4,213	62.4
2 市中金融機関	519	24.7	7	0.0	1,284	55.8	251	33.5	2,061	30.5
① 都銀	9	0.0	1	0.0	7	0.0	1	0.0	18	0.0
② 長銀	—	—	—	—	3	0.0	1	0.0	4	0.0
③ 地銀	—	—	1	0.0	1	0.0	2	0.0	4	0.0
④ 信託	—	—	1	0.0	1	0.0	1	0.0	3	0.0
⑤ 相互	1	0.0	—	—	1	0.0	—	—	2	0.0
⑥ 信金	254 (250)	12.1	3	0.0	134 (130)	5.8	121 (120)	16.1	512 (500)	7.7
⑦ 農中	250 (250)	11.9	—	—	1,133 (1,130)	49.3	123 (120)	16.4	1,506 (1,500)	22.3
⑧ 生保	4	0.0	—	—	1	0.0	—	—	5	0.0
⑨ 損保	—	—	1	0.0	1	0.0	1	0.0	3	0.0
3 個人等	131	6.2	119	7.4	133	5.8	97	12.9	480	7.1
① 証券発行分	123	5.9	114	7.1	124	5.4	91	12.1	452	6.7
② 農協等その他金融機関	1	0.0	—	—	2	0.0	1	0.0	4	0.0
③ 事業法人等	7	0.0	5	0.0	7	0.0	5	0.1	24	0.0
計	2,100	100.0	1,600	100.0	2,300	100.0	750	100.0	6,750	100.0

(注) 農中・信金のカッコ内は売りオペになる買取額(内書)。
(出所) 大蔵省資料Z597-14-5。

があり、すでに予算総則により国会の議決を経ているという経緯が存在していた。

さて実際の国債借換えは48年5月に実施されたが、それ以前の半年間に具体的な方式をめぐり関係者の間で種々な検討が行われた。まず問題になったのは、満期到来債のどの保有者から優先して、現金償還を進めるべきかであった。債権者平等のルールに立つと、保有者はみな、平等に取り扱われるべきだということになる。しかし借換えを円滑に実施する観点から、当然市中保有分(個人、市中金融機関等の分)から現金償還の対象とし、そこで政府、日銀の保有分からまず借り換えていくべきだという方針が打ち出された。換言すると、政府・日銀の保有割合が53/60未満、つまり市中の保有割合が7/60を超える場合に限り、市中保有分の借換えが必要となる。

それでははたして、満期到来債の保有状況はどのようなものであったろうか。表8-5に、48年度に満期の到来する国債保有者がまとめられている。48年度中に、41年度に発行された2～5回債の4回分が7年の償還期限を迎え、現金償還あるいは借換えの必要性が生じてきた。2回債でみると、政府、日銀保有分が約70%、これに対し市中金融機関と個人等からなる市中保有分が約30%となっている。48年度全体でみると、後者は40%近くなり、先の7/60の条件をはるかに超えている。かくして市中保有分の借換えが現実の問題として登場してきた。

具体的な借換方式を検討するにあたり、次の8点が一応の問題点とされた。³⁾

- ① 個人等の保有分(証券発行分等)を借換えの対象とするかどうか(言い換えれば、個人等の保有分(証券発行分等)は全額現金償還するかどうか)。
- ② 借換債を別枠非課税制度の対象とするかどうか。
- ③ 日銀のオペ対象は、借換債についても発行後約1年以上経過したものに限るかどうか。
- ④ 金融機関が引き受けた借換債について、発行後1年以内の売却を制限するかどうか。
- ⑤ 相対で乗り換えるか、シ団を通じて借り換えるか。シ団を通じて借り換える場合、借換債の引受けシェアをどうするか。

- ⑥ シ団を通じて借り換える場合、引受手数料を55銭にするかどうか。
- ⑦ 借換債の発行条件を新発債と同一のものとするかどうか。
- ⑧ 借換債は新発債と別銘柄にするかどうか。

このような問題点を検討するにあたり、借換債をそもそもどう性格づけるかが最初の問題であった。1つの考え方は、借換債は満期が到来した国債の単なる継続にすぎないと規定するものである。この考え方をとると、新発債の発行と異なり国の債務の増加にも国民貯蓄の増加にもならないから、借換債と新発債は別個に取り扱ったほうがよいということになる。もう1つの考え方は、満期到来債との継続性を否定するものである。国債は7年の償還期限がきて、新たな財源を調達するために借換債が発行されると規定される。当時前者は借換方式Ⅰ、後者は借換方式Ⅱと略称され、具体的内容が検討されていた。

このような性格づけの差から、2つの方式において日銀オペ、別枠非課税制度、手数料などの取扱いが当然に異なってくることになる。表8-6にその相違が要約されている。とくに両方式の相違が目立つ点は、次の3つである。

まず第1に、借換債を満期到来債の継続として性格づけると(方式Ⅰ)、別枠非課税制度の対象とするのは適当でなくなる。というのは、発行後1年以内に購入した場合に限り、新発債は非課税の対象とされるので、実質的に新発債の8年目以降に相当する借換債はこの原則と抵触する。これに対し、借換債を新発債とみなすと(方式Ⅱ)、別枠非課税制度の適用は当然のこととなる。

第2に、新発債について発行後1年以上を経過したものに関し日銀のオペ対象とされていることから、方式Ⅰにおける借換債は発行後直ちに可能となる。同時にこの場合、金融機関の引き受ける借換債について、市中での売却を制限する必要はなくなる。したがって引受手数料にも、差が生じて仕方がないという発想につながる。

第3に、借換債が別枠非課税制度の適用外となると個人消化を考えられないので、方式Ⅰにおいて個人等の保有分は全額現金償還されねばならない。と同時に、シ団を通じて借り換える場合でも証券会社をそこから除外することになる。

具体的な借換えにあたっては、両方式とも次の2つのやり方が考えられた。

(1) 相対乗換方法

表 8-6 借換方式の要約

47.12.14
理・国債

区 分	I 借換債を満期到来債の継続として性格づける場合	II 借換債を新規発行として性格づける場合	備 考
1. 政府、日銀保有分	・原則として借換え $\frac{53}{60}$ を超える部分は現金償還 ・払込みは証券代用払込み(乗換え) ・全額現金償還	・同左 ・同左	
2. 個人等保有分(証券発行分等)		・一部現金償還、一部借換え(証券会社を通ずる、証券会社のシェア10%) ・払込みは現金払込みと証券代用払込み(乗換え)の併用	
3. 市中金融機関保有分	・一部現金償還、一部借換え 〔政府、日銀保有割合が $\frac{53}{60}$ 以上のときは全額現金償還。個人等保有割合が $\frac{7}{60}$ 以上のときは全額借換え。〕 ・シ団借換方式 ・シ団メンバーは証券会社を除く新発債引受シ団メンバー ・引受けシェアは満期到来債の保有割合(微調整はシ団内部で) ・払込みは証券代用払込み(乗換え)	・同左 〔政府、日銀保有割合が $\frac{53}{60}$ 以上のときは全額現金償還〕 ・同左 ・シ団メンバーは新発債引受シ団メンバー ・新発債と同一のシェア ・満期到来債保有額を超える部分については現金払込みが生ずる。	
4. 手数料	・50銭	・55銭	
5. 別枠非課税制度	・対象としない	・対象とする(租税特別措置法の改正を行う)	・借換債の個人消化を考える場合には、別枠非課税制度の対象とする必要がある。
6. オペ	・発行後直ちにオペ対象とする。	・発行後約1年以上経過したものに限る。	・別枠非課税制度の対象にする場合は、発行後直ちにオペ対象にすることはできない。
7. 金融機関引受分の流通性	・自由	・発行後1年以内の売却は原則として制限	
8. 発行条件	・新発債と同一	・同左	
9. 銘柄	・新発債と別銘柄にする	・新発債と同一銘柄にする	

(出所) 大蔵省資料 Z 597-14-6.

満期到来債保有者(方式Ⅰで市中金融機関、方式Ⅱでこれに証券会社も含める)と相対で借換え交渉を行う。払込みは証券代用払込み(乗換え)とする。

(2) シ団借換え方法

新発債のシ団メンバーと同一にする。この際、一応証券会社を入れておき實際上、借換債を取り扱わないようにさせる。払込みは、現金払込みと証券代用払込みの併用とする。

これら2案のうちから選択するにあたって、当然保有者の種類によって異なってくることになる。

種々な検討の結果、47年12月にほぼ次のごとき見解が出されている。⁴⁾

- ① 個人等保有分については全額現金償還を行う。
- ② 個人等保有分以外については乗換えを勧奨する。その場合、
 - ④ 政府・日銀分については、全額乗換えを原則とする。
 - ⑤ 市中分については借換額が政府・日銀の乗換分を含め満期到来額に達するよう乗換えを勧奨する。
- ③ 以上の方法による乗換えによって、なお、現金償還財源が不足する場合には、引受シ団(建設国債の引受シ団と同一メンバー、同一シェア)を通じて借換債を発行する。
- ④ 借換債は別枠非課税制度の対象とする。

さて国債の償還を1カ月後に控えた48年4月には、償還計画が次第に固まってきた。それは具体的に、保有者ごとに現金償還と借換えの配分を決めたものである。

まず表8-7に、48年度における2～5回債の償還予定額が整理されている。満期到来債の保有額合計6750億円のうち、11.7%が現金償還に充てられ残りが借換えの対象となっている。この償還計画は次の4つの原則にもとづいている。⁵⁾

- ① 年度全体の現金償還総額は、満期到来額の7/60程度とし、残額は借り換えることとする。
- ② 個人等保有分については、優先的に、全額現金償還することとする。
- ③ 市中金融機関(証券会社を除くシ団メンバー)保有分については、満期到来額の7/60程度を現金償還し、残額は乗り換えることとする。

表 8-7 昭和48年度における新規国債の償還予定額(試算)(計数は48年3月末現在)

所有者	合 計			六半国(2回債) 満期 48.5.20			六半国(3回債) 満期 48.8.20			六半国(4回債) 満期 48.11.20			六半国(5回債) 満期 49.2.20		
	保有額	償還額	借換額	保有額	償還額	借換額	保有額	償還額	借換額	保有額	償還額	借換額	保有額	償還額	借換額
1 政府・日本銀行	4,314	79 (1.8)	4,234	1,550	29 (1.8)	1,521	1,474	27 (1.8)	1,447	885	16 (1.8)	869	404	7 (1.7)	396
2 市中金融機関	1,955	229 (11.7)	1,725	415	49 (11.7)	366	7	1 (11.7)	6	1,283	150 (11.7)	1,133	249	29 (11.7)	220
① 都	19			9			2			7			1		
② 長	4			0			0			4			0		
③ 地	4			0			1			1			1		
④ 信	3			0			1			2			1		
⑤ 相	1			0			0			0			0		
⑥ 信	412	48 (11.7)	364	154	18 (11.7)	136	3			135	16 (11.7)	120	121	14 (11.7)	107
⑦ 農	1,506	176 (11.7)	1,330	250	29 (11.7)	221	0			1,133	132 (11.7)	1,001	123	14 (11.7)	109
⑧ 生	2			1			—			1			0		
⑨ 保	3			0			0			1			1		
3 個人等	483	483	—	135	135	—	119	119	—	132	132	—	97	97	—
① 証券発行分	451			126			112			124			89		
② 農協等その他金融機関	5			1			1			1			3		
③ 事業法人等	25			8			6			7			5		
計	6,750	791 (11.7)	5,959	2,100	213 (10.1)	1,887	1,600	147 (9.2)	1,453	2,300	298 (13.0)	2,002	750	133 (17.7)	617

(注) ()内は現金償還率である。
(出所) 大蔵省資料Z597-14-7。

表 8-8 昭和48年度以降における新規国債の償還計画(試算) (1)

(単位：億円，％)

所有者 銘柄等		41年度発行 (48年度償還)		42年度発行 (49年度償還)		43年度発行 (50年度償還)		44年度発行 (51年度償還)		
		保有額(A)	償還額(B)	(B)/(A)	保有額(A)	償還額(B)	(B)/(A)	保有額(A)	償還額(B)	(B)/(A)
1	政府・日本銀行	4,314	79	1.8	2,984	15	0.5	3,403	—	—
2	市中金融機関	1,955	229	11.7	3,839	448	11.7	811	55 (95)	6.8 (11.7)
①	都 銀	19			11			22		17
②	長 銀	4			75			136		114
③	地 銀	4			43			102		578
④	信 託	3			29			14		182
⑤	相 互	1			5			3		46
⑥	信 金	412	48	11.7	769	90	11.7	498	34 (58)	6.8 (11.7)
⑦	農 中	1,506	176	11.7	2,890	337	11.7	25	2 (3)	6.8 (11.7)
⑧	生 保	2			13			8		6
⑨	損 保	3			3			4		3
3	個 人 等	483	483	100.0	377	377	100.0	495	495 (495)	100.0 (100.0)
①	証券発行分	451			341			407		386
②	農協等 その他金融機関	5			5			31		14
③	事業法人等	25			32			58		19
	計	6,750	791	11.7	7,200	840	11.7	4,710	550 (590)	11.7 (12.5)
								4,206	491 (665)	11.7 (15.8)

(注) 保有額は、41年度発行分は48年3月末、その他は47年12月末計数である。一部に計算の合致しない数値がある。

表 8-8 昭和48年度以降における新規国債の償還計画(試算) (2)

(単位：億円，％)

所有者 銘柄等		45年度発行 (52年度償還)		46年度発行 (53年度償還)		46年度発行 (56年度償還)		47年度発行※ (57年度償還)		
		保有額(A)	償還額(B)	(B)/(A)	保有額(A)	償還額(B)	(B)/(A)	保有額(A)	償還額(B)	(B)/(A)
1	政府・日本銀行	1,744	—	—	3,129	—	2,449	66	1,803	—
2	市中金融機関	1,348	— (157)	— (11.7)	3,321	124 (387)	2,067	345	13,396	700 (2,233)
①	都 銀	158			515		1,040		6,077	
②	長 銀	309			650		222		1,429	
③	地 銀	487			1,914		459		2,768	
④	信 託	103			237		69		829	
⑤	相 互	55			162	6 (19)	85	14	600	31 (110)
⑥	信 金	113	— (13)	— (11.7)	247	9 (29)	82	14	675	35 (113)
⑦	農 中	117	— (14)	— (11.7)	249		86		612	
⑧	生 保	2			62		21		280	
⑨	損 保	5			5		3		127	
3	個 人 等	464	464 (464)	100.0 (100.0)	712	712	410	410	2,200	2,200
									100.0	100.0
①	証券発行分	442			676		401		2,133	
②	農協等 その他金融機関	2			4		4		24	
③	事業法人等	20			33		5		43	
	計	3,557	464 (621)	13.0 (17.5)	7,163	836 (1,099)	4,926	821	17,400	2,900 (4,433)
									16.7 (25.5)	16.7 (25.5)

(注) 保有額は47年度12月末、一部に計算の合致しない数値がある。＊は4～12月発行分。

- ④ 個人等および市中金融機関に対する現金償還額の合計が、年度全体の現金償還総額に満たない場合には、その差額は、日銀(または政府)保有分の現金償還に充てることとする。

この原則に従うと、日銀の現金償還額は48年度について次のごとく算定されることになる。

48年度における日銀に対する年度間の現金償還額

- (a) 年度全体の現金償還総額 $6750 \times 7/60 = 791$ 億円
 (b) 個人等に対する年度間の現金償還額 $483 \times 60/60 = 483$
 (c) 市中金融機関に対する年度間の現金償還額 $1955 \times 7/60 = 229$
 (d) 日銀に対する年度間の現金償還額(a)−(b)−(c) $791 - 483 - 229 = 79$

この方法によるメリットは、銘柄ごとの保有状況いかににかかわらず、年度間全体で個人等(全額現金償還)および市中金融機関(7/60現金償還)に対する現金償還額の合計が、年度全体の総額を下回るかぎり、償還財源の不足は生じないことになる。もしこの状況が続くなら、市中金融機関保有分についてコンスタントに7/60を現金償還できる。

しかしながら、この4つの原則で49年度以降の償還計画を試算すると(表8-8参照)、必ずしも48年度のごとき良好な結果にならないことが判明した。その最大の理由は、個人等の保有割合が高いため次第に市中金融機関に対する7/60(11.7%)の現金償還を確保できなくなることである。たとえば、50年度償還について計550億円の償還額のうち、全額を現金償還せねばならない個人等の保有が495億円に達し、市中金融機関の充当される償還額は55億円にしかない。これは現金償還率でみると6.80%にしかならず、48年度の原則のように11.7%を確保したければ40億円を追加して、95億円に増額する必要がある。この場合、全体としての現金償還率は、12.5%に引き上げなければならなくなる。同様のことが、51, 53, 57年度に生じることになる。また52年度では、個人等の保有分で全体の13%に達し、11.7%の水準を超えている。かくして年度全体の現金償還率を高めないかぎり、個人等に対する現金償還すら全額できない事態となる。かくして49年度以降については、そのつど保有状況等をみながら、償還計画を再検討することとされた。

最初の借換えは、48年5月21日に六分半利国庫債券(第28回の2)を発行して

第2回債の六分半利国庫債券と乗換引受けを行うことによって実現した。詳細は、次の文書によって明らかにされる。⁶⁾

(案)

昭和48年4月 日

日本銀行総裁 殿

大 蔵 大 臣

昭和48年5月21日償還期限到来国債の借換えについて

昭和48年5月21日に償還期限の到来する六分半利国庫債券(第2回)のうち、金融機関(銀行、長期信用銀行、信託銀行、相互銀行、全国信用金庫連合会、信用金庫、農林中央金庫、生命保険会社及び損害保険会社をいう。以下同じ。)所有分の一部については、下記により借り換えることとしたので、金融機関に対し、借換え勧奨方よろしくお取り計らい願いたい。

記

- 借換えは、別紙発行要領により六分半利国庫債券(第28回の2)を発行のうえ、六分半利国庫債券(第2回)の乗換引受により行うこととする。
- 借換額は、金融機関が所有する六分半利国庫債券(第2回)の53/60相当額程度とする。
- 六分半利国庫債券(第28回の2)の引受申込額は、100万円単位とする。
- 代用払込金額が引受申込額の払込金額を超過するときは、その超過額を昭和48年5月21日に現金で支払うこととする。
- 乗換手数料は、金融機関の乗換引受額に対し、次の割合で計算した額を昭和48年5月21日に支払うこととする。
 - 六分半利国庫債券(第2回)の当初引受相当額までは、額面100円につき50銭
 - 上記(1)以外のものについては、額面100円につき25銭

(注)

- 「今後の国債償還と借換方式について」(昭和45年6月9日理財局)(大蔵省資料Z24-116-2)。
- 「国債の償還について」(昭和45年12月16日理財局)(大蔵省資料Z24-116-3)。
- 大蔵省資料Z597-14-8。
- 「建設国債の借換えについて」(昭和47年12月23日理財局)(大蔵省資料Z597-14-9)。
- 「新規国債の現金償還及び借換えの方法について」(昭和48年4月11日理財局)(大蔵省資料Z597-14-10)。
- 大蔵省資料Z597-15-2。

第3節 国債の個人消化

1 問題の背景

国債発行は当初から市中消化を大原則として制度を発足させた。しかしながらすでに検討したように、シ団ならびに資金運用部引受けのルートが主で、証券会社を通じる個人消化のウェイトは全体の10%にすぎなかった。市中消化と称しつつ直接的ルートである個人消化のシェアが低いことは、制度が定着するにつれ次第に問題視されるようになってきた。

なぜ、国債の個人の消化がいかに重要かに関し次の5点が挙げられる。¹⁾

個人消化の意義

① 市中消化のシンボル

国債の消化は、市中消化を大原則としているが、そのシンボルとしての意味を個人消化はもっており、シンボルとして必要な程度の個人消化は不可欠である。

② 安定的消化

国債の財源獲得機能という面からすれば、個人消化は金融機関による消化よりも景気の波による影響を比較的受けにくく、国債の安定的な消化に利する。

③ 消化先の多様化

国債の流通市場が整備され、取引が正常に行われるためには、消化先が多様化していることが必要であり、その意味でも個人消化のウェイトが高いことが望ましい。

④ 貯蓄増強

国債の個人消化の促進は、貯蓄増強につながりうる。

⑤ 国の政策のPR

国債の個人消化を促進していく過程において、国の政策の理解度が増すという副次的効果が期待できる。

国債の個人消化ルートの拡大に関し、わが国においてすでに戦前から促進策が採用されてきた。たとえば、大正8年～昭和元年の間、郵便局で国債の窓口販売が行われ、いったん金融逼迫に伴い売行き不振から廃止されたが、昭和12年に戦費調達の一環として再開されている。また13年に小額国債(額面10円)が発行され、翌14年には割引国債(償還期限10カ年)も登場した。その他、国債の無償保管制度(昭和15年)、国債貯金制度の創設(18年)、国債の換金を郵便局、銀行窓口で容易にする制度(18年)など、個人消化の促進に向けいくつかの制度が導入された。

このような戦前の経緯をふまえ、昭和40年度以降、国債発行再開後、個人消化のためいくつかの促進策が考案され一部実施に移されたものもある。たとえば、次の7点が注目されていた。

- (1) 特別非課税制度の創設(43年1月)
- (2) 取扱窓口の拡大(金融機関、郵便局)
- (3) 別銘柄の発行(国民貯蓄債券の発行)
- (4) 券面種類の増加
- (5) 累積投資業務の開始(43年7月)
- (6) 広告、宣伝等の検討
- (7) 流通市場対策

このうち、詳しく検討を要するのが(1)～(3)の項目である。以下、小節を改めて論点を整理することにするが、その前に(4)以下の残りの項目に若干検討を加えておこう。

まず(4)の券面種類の増加とりわけ小額化により、国債の個人消化を促進しようという対策が図られた。国債は発行当初、10万円、100万円、500万円、1000万円の4つの券種でスタートした。43年4月にこれに5万円券が追加され、5種券となり個人もより購入しやすくなるような方策がとられた。45年4月に、このうち500万円券が廃止され、結局4種類となった。40年代中頃、1万円券の発行も提案されたが実現されなかった。

(5)の国債についての累積投資業務は、43年7月から野村証券、山一証券、大和証券の3社で始まった。これは新たに販売する有価証券の種類の中に国債コースとして六分半利国債が追加され、共同買付けによる累積投資業務の開始を

契機としている。具体的な内容は、次のようである。

- ① 払込金は1万円以上で1000円の整数倍。
- ② ①の顧客の払込金等(申込者からの払込金、果実または償還金の受入れにもとづき生じた預り金)と他の顧客の払込金等とを合算して国債の買付価格(募集価格)に達するときは、国債を共同買付けし、買付価格に満たない残余金は差額を証券会社が払い込むことによって共同買付けする。
- ③ 買付国債は新規発行分に限る。
- ④ 国債の所有権は持分に応じて取得する。

この国債の累積投資業務は、後述の国債の別枠非課税制度を利用したもので、次のごとき評価がみられる。²⁾

本業務の開始は、野村証券が7月1日、山一証券が9月1日、大和証券が10月1日である。この業務の開始により、国債の非課税制度を利用して国債による累積投資を始める顧客が増大し、国債の個人消化に役立っている。

この指摘にあるように、業務開始後、数年間は国債の消化を大いに促進した。ちなみに、累積投資業務を行っている証券会社の国債消化分のうち、累積投資による割合は、51.8%(43年7月～)、59.3%(44年度)、57.3%(45年度)と半分以上を占めていた。しかしこの割合は、32.5%(46年度)、31.3%(47年度)と低下を示しはじめ、その後36.8%(48年度)、38.5%(49年度)、33.6%(50年度)ともち直したが、業務開始の時期と比べると大きく落ち込んだままであった。³⁾そこで国債の個人消化の推進を図るため、この累積投資業務の拡充も一時期、考えられていた。

(6)の国債発行に関する広告、宣伝等の重要性について、ここで改めて付言する必要もあるまい。(7)の流通市場対策として、第2節で述べた発行条件の改定が最も重要なことであった。

最後に、(3)の別銘柄国債の発行に関し、後述する国民貯蓄債券以外にも、検討された事項を簡単に整理しておこう。

〔注〕

- 1) 「国債の個人消化について」(昭和45年9月9日理財局)(大蔵省資料Z24-116-4)。
- 2) 『大蔵省証券局年報』昭和44年版、146ページ。
- 3) 大蔵省資料Z598-2。

2 国債の別枠非課税制度—その創設—

国債の個人消化促進のため、発行当初から国債のみ別枠で少額貯蓄非課税制度の拡充が検討されていた。少額貯蓄非課税の限度額は、昭和40年度に50万円から100万円に引き上げられたが、その半分近くが銀行によって利用され、国債を購入しうる証券会社のウェイトはごくわずかであった。表8-9に、41年6月現在の利用状況が機関ごとにとまとめられている。

表から明らかなように、銀行の取扱件数が46.1%であるのに対し、証券はわずかに3.0%にすぎない。

このような状況をうけて、国債が本格的に発行されだした41年度から所得税法の認めている一律限度額100万円のほかに、国債のみの別枠の創設が主張されはじめた。主たる論拠は、次の3点あった。¹⁾まず第1は、そもそも国債発行の意義からして個人により多く引き受けてもらうべきだとする考えである。次のごとき見解がある。

「今後大量にかつ相当期間に亘って発行が見込まれる国債については、安定した消化層が保有することが望ましく、このためには更に個人消化を増加させることが必要である。また、国債発行の意義からしても、国民各層に広く保有されることが望まれる。従って、国債については、現行制度による一律の枠をこえて優遇すべきである。」

あるいは、

「今後相当期間に亘って発行されるであろう国債を、いつまでも現在のような金融機関依存の形態によって消化することは適当ではないし、漸次個人消化のウェイトを高める方向に進めるべきである。」

第2に、国債の個人消化を円滑に行いたいとする狙いをもっていた。次のごとき主張が注目されよう。

「現在のところ、国債の個人消化は概ね順調といわれてはいるが、すでに既存の証券会社顧客層には売り一巡となっている。国債の信用力のみで販売できたのは過去のことであって、他の債券に比し利回りが低いことが販売上のデメリットとなっていることは否めない。特に個人にあっては、物価の変動を極度におそれて、長期投資を選好しないかまたは、余程利回りの高いものでなければ投資をた

表 8-9 少額貯蓄非課税制度の利用状況
(単位：1000件，％)

扱い区分		41.6末現在件数	構成比
銀 行		18,983	46.1
信 託		2,511	6.1
証 券		1,254	3.0
その他金融機関		13,900	33.7
勤務先預金		4,576	11.1
計		41,223	100

(注) 国税庁法人税課調べ。
(出所) 「少額貯蓄非課税制度の別枠拡張について」(昭和41年11月5日理財局)(大蔵省資料Z24-96-9)。

めらう傾向がみられる。これらの問題をもつ個人顧客を国債購入に向わせるためには、証券会社に努力を要請するだけでは不十分であろう。

本年度の証券会社引受分担率10%の達成は問題ないとしても、新年度において発行総額が増加した場合、分担率が同じ10%でも絶対額はかなり増加する。今後は新規顧客のウェイトが次第に高くなる(それだけ販売コストもかさむ)傾向にあるとすれば、その円滑な消化を確保していくためには、この際、証券会社の販売努力を支援する何らかの措置を講ずる必要があるのではないか。」

そして第3に、別枠拡大を行ってもその減税規模と比べて期待される効果が大きいとする考えである。

「国債を購入することは、国の政策に積極的に協力することである。特に零細な個人がわずかな蓄積の一部をさいて応募することを考慮すれば、個人零細貯蓄の優遇、貯蓄増強を目的とする少額貯蓄非課税制度を拡充して国債を別枠として何ら不都合はないであろう。その減税規模と説得効果を比較考量すれば、むしろ望ましい政策とさえいえよう。」

このような別枠拡大の主張に対し、当然のこと不要論も展開されていた。大別すると3つの反対理由があった。²⁾ 第1に、当面国債消化は順調でかつ別枠拡大の効果はそれほど大きくないとするものである。

「現在国債の消化はほぼ順調な経過をたどっており、特にこの段階において個人消化促進のために別枠拡大をする理由に乏しい。」

「別枠拡大によって増加する国債の個人消化は、預貯金や他債券等他の貯蓄形態の振替りに過ぎない場合が多からうから、国民経済的にみた場合のメリットに

乏しい。」

「国債消化の現状からみて、仮に別枠拡大するとしても、このために増加する国債の消化量はそれ程大きくないものと考えられよう。」

第2に、課税に不公平をもたらすという点が強調されている。

「現在の制度でも元金100万円までは非課税という恩典があり、また、100万円を超える分についても10%の源泉分離課税となっているため、本来ならば他所得との合算により高額課税となるべきところを、10%を超える税額分については免除していると同様の取扱いを受けていることになる。従って、別枠拡大ということになれば、高額所得者を更に優遇することになり、現行以上に高額所得者を優遇する必要なしとする租税政策の立場から異論があろう。」

第3に、別枠拡大が窓口販売、手数料、国民貯蓄債券構想などに悪影響を及ぼすと、その副作用をおそれる見解である。

「別枠拡大を安易に認めれば、「機会をみての主張」をしている銀行団の窓口販売問題を再燃することも考えられ、現在の2銭の銀行団供出によるシ団内の手数料再配分問題に影響し、ひいては、国に対する手数料の増額に波及するおそれもある。」

「将来の問題として、国民貯蓄債券を発行するような状況に立ち至ったときに、非課税制度のいたずらな拡大は、国民貯蓄債券構想実施上の障害となるおそれがある。」

国債の別枠非課税制度構想は、当然のこと個人消化のルートに対する将来の見通しと関連していた。先述のごとく、証券会社に10%のシェアを与え個人向けに国債を販売するルートは、41年度は比較的順調に推移した。

しかしながら、「新商品としての国債」の新規買いが一巡した42年度以降、はたして国債が順調に個人顧客によって消化されるか、財政当局は懸念をもっていた。たとえば次のごとき見解が示されている。³⁾

「このようなことからすると、現在順調だとはいえ、新規需要が一巡すると思われる42年度においては、現体制のままでは個人消化面は、相当難しくなることが予想されるので、何らかの新しい施策を講ずる必要があるものと思われる。」

この必要とされる新施策のうち、最も有力と考えられたのが国債利子に対する税制上の優遇措置であり、国債のみの別枠拡大はその1つの形態であった。

しかしながら実際の検討は、42年度に入りそれも下半期に本格化することになる。当初、具体的には次の3つの選択的手段が検討の対象になった。⁴⁾

国債利子に対する税制上の優遇策としては次のような方法が考えられる。

(1) 少額貯蓄非課税制度を拡充する。

(イ) 国債を含めた全体の非課税枠を拡大する(たとえば現在の100万円を150万円にする)。

(ロ) 現在の非課税制度とは別枠に、公社債(国債を含む)に新たに非課税制度を設ける(たとえば50万円)。

(ハ) 上記別枠制度を国債のみに限ることとする。

(2) 国債のみに軽減税率を用いる(例えば現行の利子配当分離課税率15%を国債のみ5ないし10%とする)。

(3) 新たに個人消化用に免税国債を発行する。

(注) このほか、税の優遇措置を適用するのではなく現行税制の有利制を使用して割引国債を発行するという方法がある。

そして3つの方法について、消化面、世論、発行者の手續の各側面について詳細に利害得失の考察を行っている。そして次のごとき、結論に達している。

(1) 消化面からすれば、非課税別枠制度が最も確実な方法である。免税国債による消化促進は条件次第であるが、現在の金利体系を乱さない範囲内でアピールするだけの条件を作りださうかどうか。税率軽減は中途半端な感が強い。

(2) 世論からしても別枠制度が最も無難であろう。

したがって国債の個人消化のため、少額貯蓄非課税制度の拡充が最も有力と考えられるにいたった。しかし非課税制度を拡充しても、先述の(イ)、(ロ)、(ハ)のうち(イ)、(ロ)では無意味で、(ハ)の国債のみを別枠の体系にすべきだという見解が共通の認識となってきた。

具体的な動きは、証券団体協議会が11月4日に43年度税制改正に関し国債について次の2点を要望したことから、本格的な議論になりだした。

(1) 利子は所得税を非課税とする。

(2) 有価証券取引税を免除する。

これをうけ、(1)の利子の全面非課税は税引利回り上、国債と他債券とのバランスを崩すとし、少額貯蓄非課税制度の拡充で対処すべきだと判断された。具体的には国債を別枠にすることである。これに対し、当然のこと課税の原則上

消極的な態度もあった。

理由は、次の3点に集約される。

(1) 税負担公平の原則。

(2) 個人消化促進のため、どの程度の効果があるか疑問。

(3) 税務執行上の実務面の現状から、適正な運用を期しがたい。

このような状況のもとで、43年度税制改正に向け国債の別枠非課税制度の創設が次第に固められていった。いくつかの理由が存在していたが、とりわけ次の3点が重要であった。⁵⁾

まず第1に、国債消化の個人ルート、つまり証券10%シェアの確保が難しい。来年度のみの問題でなく、長期的観点から考えねばならず税制の活用は必要である。第2に、かりに税制上の優遇措置の拡充が不可能とあれば、それに代わるものとして国民貯蓄債券の要請がいちだんとでてくる。この要請を避けるためにも、税制の活用を図るべきである。

第3に、国債の市場価格が弱含みで評価損、売却損が問題となってこよう。市場価格を維持するために、税制上なんらかの措置を講ずるのが望ましい。

一方、国債の別枠を認めた場合、懸念される材料として金融界が代償措置を求めてくるということがあった。具体的には、1つに銀行預金等についての少額貯蓄非課税限度枠の拡大であり、もう1つに金融機関の国債窓口販売が考えられていた。

当時、国債のみを少額貯蓄非課税制度の別枠になぜしようとしていたのか、表8-10から明らかであろう。41年度において、国債を含む少額貯蓄非課税制度により、利子非課税になっている割合が示されている。(2)欄の全体の構成比でみると、銀行預金利子が45.9%と圧倒的に大きく、次いで農協貯金利子の25.5%が続く。この両者で、全体の70%を上回っている。これに対し、公債利子はわずかに0.2%で、とるに足らないウェイトである。また、(1)欄の「支払利子総額中に占める少額非課税の割合」をみると、預貯金利子その他の項目で20~55%程度を占めるのに対し、公債利子はわずかに1.0%である。このような利用状況からみて、国債をその他の預貯金、信託と一緒に非課税制度に入れておくかぎり、国債消化にとってなんのメリットも作り出していないことがわかる。

表 8-10 少額貯蓄非課税制度の利用状況調べ(昭和41年度) 理・総・企

区 分	支払利子額				支払利子 総額中に 占める少 額非課税 の割合 (1)	少額非課 税該当分 合計中の 構成比 (2)
	非課税分		課税分	合計		
	少額貯蓄 該 当	そ の 他				
公 債 利 子	839	67,747	12,078	80,664	% 1.0	% 0.2
社 債 利 子	4,903	325,714	79,373	409,990	1.2	1.2
預 貯 金 利 子						
銀行預金利子	180,383	69,145	612,810	862,338	20.9	45.9
農協貯金利子等	100,248	83,247	116,320	299,815	33.4	25.5
その他の貯金利子	45,424	3,340	31,994	80,758	56.2	11.6
合同運用信託の収益 の分配	56,363	27,258	92,998	176,619	31.9	14.4
公社債投資信託の収 益の分配	4,601	1,365	8,610	14,576	31.6	1.2
匿名組合契約等にも とづく利益の分配	5	6	31	42	11.9	0.0
計	392,766	577,822	954,214	1,924,802	20.4	100.0

(注) 「その他」は非課税法人等少額貯蓄のほかには非課税になっている分である。
(出所) 大蔵省資料Z597-2-6.

さて年が明け、43年1月になるとほぼ「国債の50万円別枠非課税」の骨子がまとまってきた。次の4条件を満たす場合に、国債利子は非課税の対象とされる。

- (1) 43年1月から45年3月末までに発行された国債
- (2) 発行後1年以内に取得した場合
- (3) 50万円を限度(別枠)
- (4) 発行後4回目までの支払利子

これらの条件について、いくつかの補足説明がある。⁶⁾

まず第1に、導入の積極的な理由として、

- イ 最近の国債個人消化の状況にかんがみ、国債個人消化対策について根本的に検討し直す必要が認められるが、これは追って時間をかけて検討したうえで結論を得ることとする。
- ロ 国債消化になじみをつけるためのとりあえずの措置として、一般個人消化層に、税制上、若干の優遇措置を与える。

ハ この措置は、いわば個人消化を盛んに行わせるための呼び水的なものとし、この趣旨で、期間は2年(発行分)程度、優遇の程度は、金利体系を大きく乱さない程度(4回分—発行後2年—50万円限度)のものとする。

ニ 2年間(45年3月末まで)に、個人消化になじみがつき、呼び水の役割を果たして、この措置は当然廃止されることとなる。

ホ 発行後2年を経過した国債は、少額貯蓄の本則の枠内にスムーズに取り入れられるよう措置する。

第2に、なぜ適用対策を7年とせず発行後4回目までの支払利子としたか、また45年3月末までの支払利子としなかった理由は、次のごとく述べられている。

〔7年としなかった理由〕

- イ 非課税措置を受ける期間を発行後7年とすると、優遇の程度が大きすぎ、金利体系を乱す。
- ロ 負担公平の見地からみても、7年非課税では優遇の程度が強すぎる。
- ハ 7年とすると、優遇の度合いが大きすぎて、45年4月以降発行分から一挙に制度を廃止しがたい(延長措置を誘発しやすい)。

ニ 発行後2年で非課税特典を切ると、国債の売りを招くこととなり、制度として適当でないとの批判がありえようが、

- (i) 一度呼び水にさそわれて国債を持ってしまうと、かなりの利回りなものなのだから、そう売ることも考えられない。
- (ii) 発行後2年経過後、本則の少額貯蓄の枠にスムーズに移し、本則の貯蓄と同列に扱えば、むしろ低利回りの貯金等を枠から外すことはあっても、国債を外すことはあるまい。

〔45年3月末までの支払利子としなかった理由〕

発行時期が遅くなるにつれて、優遇度が少なくなり、44年10月以後発行分については、優遇はまったくないことになる。これでは、あまりにも優遇が少なすぎるとの論を呼ぶ。

第3に、43年1月以前にさかのぼって既発債をなぜ、取り入れないかも1つの問題であった。その理由としてこう説明されている。

イ 既発行債対策としては、間接にすぎる。

ロ すでに税制改正要綱決定後であるので、大きな減収をもたらすような措置をとりえない事情にあるが、既発債を入れると減収が大きくなる(減収額の計算に問題はあろうが)。

ハ 既発債対策については、税制に依存するよりは、むしろ金融面その他で検討すべき点が多い。

(今回の措置でも、既発債の消化に対する心理的效果をある程度期待しうる。

セールスその他)

ニ 本則ベースでは、既発債を全面的にカバーできない。

本則ベースを適用すると、41年度債を冷遇するというアンバランスを生ずる。

ホ 既発債を売り、新発債へ乗り換える動きをおこすとの批判もあろうが、特典が発行後2年間に限られるのだから、そのような動きも大きくなかろう。

最終的には先の4条件が、国債別枠の成立要件となったが、それにいたるまでにいくつかの選択肢も関係者の間で検討されていた。たとえば、

- (1) 別枠国債の限度を100万円とする。
- (2) 43年4月1日から45年3月31日までに発行する国債について、償還期日までの利子支払を非課税とする(10~17回債のみが対象)の2案をもっていた。

また新発債のみに限定せず、既発債も含めるために次のごとき読みかえもあるとの見解も出されていた。

現行少額貯蓄非課税制度の「その発行の日後1年以内に購入されたものに限る」という制度をはずし、第1回債以降の全国債を対象とする。そのため、「43.4.1現在で保有の全既発債は、同日に購入したものとみなす」という経過規定をおく。

以上のごとき経緯をふまえ、国債の別枠非課税制度は43年4月20日、先の4条件をベースに租税特別措置法として正式にスタートした。この制度は、発足当初において国債の個人消化を促進するための呼び水的な暫定措置と位置づけられていた。したがって、期限到来後は100万円の少額貯蓄非課税制度の枠内に再び吸収するというのが、制定当初の規定であった。43年3月26日の衆議院

大蔵委員会で、水田大蔵大臣も期限が到来したら廃止すると答弁している。

〔注〕

- 1) 「少額貯蓄非課税制度の考え方」(昭和41年7月11日理財局)、「少額貯蓄非課税制度の別枠拡張について」(昭和41年11月5日理財局)(大蔵省資料Z24-96-9)。
- 2) 同上。
- 3) 「国債の個人消化の現況と当面の施策について」(昭和41年12月25日理財局)(大蔵省資料Z24-99-12)。
- 4) 「国債利子に対する税制上の優遇策とその問題点」(昭和42年10月7日理財局)(大蔵省資料Z24-101-5)。
- 5) 「国債別枠利子非課税制度の考え方」(昭和42年11月8日)、「国債に対する税制上の優遇措置についての考え方」(昭和42年11月21日)(大蔵省資料Z597-2-7)。
- 6) 「国債の50万円別枠非課税について」(昭和43年1月28日理財局)(大蔵省資料Z24-101-6)。

3 国債の別枠非課税制度—その拡充と定着—

当初、暫定措置としてスタートした国債の別枠非課税制度も、容易に予想されるように期限が到来してもその廃止は困難であった。むしろその優遇措置は拡大され、次第に定着の方向をたどることになる。

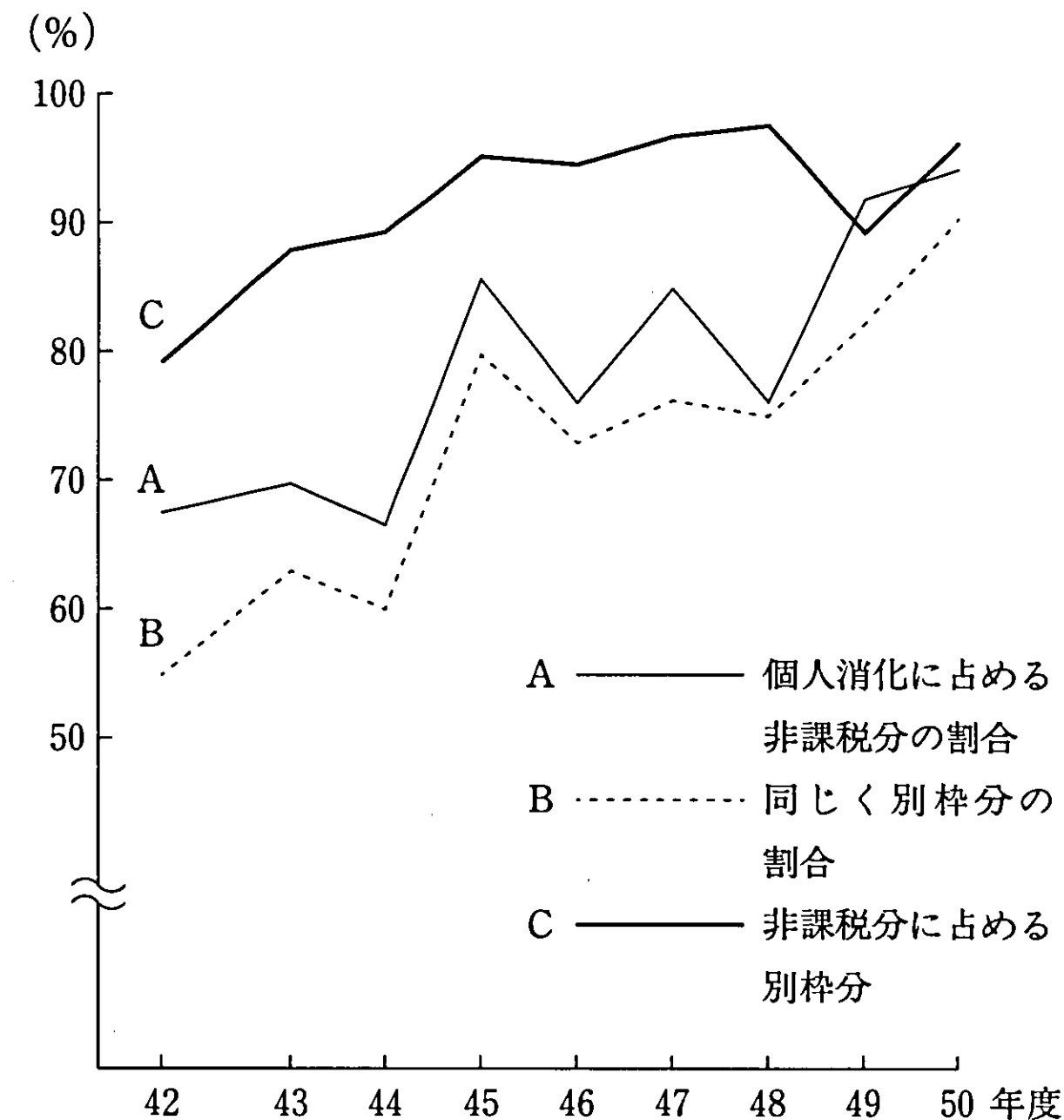
昭和43年4月20日に租税特別措置法として施行された別枠非課税制度は、当然2年後の期限到来時には先述のごとく廃止される運命にあった。ところが関係者間の種々な思惑もあり、結局45年4月に次のごとき改正が行われ、別枠非課税制度は継続されることになった。

- (1) 適用期間を5年間余(50年12月31日まで)延長する。
- (2) 非課税利子を当初の4回分の利子から全部の利子に拡大する。

この改正のおり、限度枠を50万円から100万円へ引き上げて存置すべしとする声も強く出されたが、とりあえず(1)、(2)の2点の変更のみが実現した。

この制度の存続に関し、44年度後半から種々な議論が関係者の間で交わされている。存続の決め手になったのは、やはり別枠非課税制度がよく利用され国債消化に効果があると考えられたためである。そもそもこの制度は、42年末から43年初にかけ国債価格が全面的に下落し、個人消化分に売れ残りが激増し証券シェア10%の維持が困難になった状況を救うために、考案されたものである。

図 8-2 国債の非課税利用状況(証券4社取扱分フローによる)



(注) 非課税分とは、少額貯蓄非課税枠および国債別枠非課税枠に対応する取扱分である。

(出所) 大蔵省資料 Z 598-5-4.

そこで当然のこと、国債消化にあたっての別枠非課税制度の利用状況に関心もたれていた。

図8-2に証券4社分の個人取扱分(フロー)について、42～50年度に関し非課税利用状況が図示されている。制度の存続が議論された43年度をみると、国債の個人消化に占める非課税分(少額貯蓄非課税と国債別枠非課税の合計)の割合は70.0%、また別枠分のみの割合は63.9%になっている。さらに非課税分のうち別枠分は87.5%とほぼ9割近くを占め、国債の個人消化のため重要な役割を果たしていることがわかる。と同時に、前述の国債の累積投資が順調な増加を示しており、この要因として別枠非課税制度が活用されていることが重視されていた。かかる点、次のごとく指摘がなされている。¹⁾

累積投資制度と別枠非課税制度の発足後は、証券引受分の消化は一応順調に推移しており、43年8月以降は売残りは発生していない。

以上、要するに別枠非課税制度と累積投資制度とあいまって個人消化の支えとなっており、今後の個人消化にも両制度の果たす役割が大きいものと期待される(証券会社の営業方針も両者を国債の販売の軸としている)。

しかしながら、先述のごとき存続にこぎつけるまでには賛否両論がとびかい、いっそうの議論のやりとりが必要であった。別枠非課税制度に対する反対論は、おおむね次の5点にまとめられる。

- (1) 金利体系を混乱させる。金利体系は国債を基準としてバランスをとりながら構成されており、国債のみを優遇するとバランスが崩れる。
- (2) 国債と類似している政保債、地方債に優遇措置がないのに、国債だけ優遇するのは公平を欠く。
- (3) 個人消化を高めたいなら、国債発行の条件改定を行うのが筋である。
- (4) 税制上、不公平である。
- (5) そもそも第61回国会(43.3.26)に、大蔵大臣が期限到来とともに廃止と断言している以上、延長することはおかしい。

このような反対論に対し、積極論は2年にわたる実施期間を経て国債別枠制度はますますその意義が高まったとし、次の4点をその根拠にしている。²⁾

- (1) 個人消化は向上のきざしが見えているが、なお努力が必要である。

(説明) 国債の個人消化の重要性については論をまたないが、証券シェア10%は、証券会社に対する買いオペレーションや出納整理期間発行でかろうじて維持されているといってよい状況であり、証券会社買いオペや証券会社手持ちを差し引けば、実質消化はほぼ半分程度にすぎず、これを反映して市場価格も低迷しており今後も個人消化のための誘因が必要である。

- (2) 国債の別枠非課税の利用状況はほぼ引受額の5割を占めており、累積投資にいたっては、その利用率はもっと多いものと思われる。

(説明) 国債別枠非課税の利用率は4社平均で50%程度であるが各社別にみるならば9割を占めているところもあり、これが廃止されると影響するところは大きい。とくに消化先が法人筋へのハメ込みなどと異なり安定した消化が大きいとみられるだけになおさらである。また累積投資は毎月

資金を積み立てていくものであるが、この別枠がなくなることにより、実質利回りが低下し、募集が困難となることが予想される。

(3) 国債の販売のために、別枠は重要なポイントとなっている。

(説明) 利用率のほかに、国債に関する世論調査をみても国債の将来の継続購入動機は、第1位の安全性について第2位に税制面での優遇があげられており、また、別枠非課税が廃止されたら、国債の購入をやめる人が約7割もいること、さらに国債の条件について利回りの上昇と、税制面での優遇に関する要望が強いことが実証されている。

(4) 国債は郵便貯金と同様に考えてもよいであろう。

(説明) 郵便貯金は本則非課税となっているが、国債についてもそれが国の債務であり、政策的にその消化の促進を図るという意味では、郵便貯金とあまり異なるところがない。

45年度にいったん、適用期限が5カ年間、延長された後、国債の別枠非課税制度はいつその別枠50万円を引き上げるかに関心が移った。この45年の期限延長の頃からすでに100万円へ引き上げる案が検討されていたが、その後議論は次第に本格化することになる。それは42年に100万円になって以来据え置かれていた少額貯蓄非課税限度額の引上げ問題とも密接にからんでいた。国債の別枠限度50万円を100万円に引き上げる論拠として以下の3点が挙げられる。³⁾

- ① 別枠非課税制度は累積投資制度とあいまって、国債の個人消化の支えとなっているが、少額貯蓄非課税の範囲(および郵便貯金の総額)が150万円又は200万円に引き上げられた場合、国債の別枠非課税の範囲だけ50万円に据え置くならば、国債の優遇措置の効果が相対的に弱まり、個人消化に悪影響を与えることになる。
- ② 少額貯蓄非課税の範囲が150万円または200万円に引き上げられれば、国債の購入者にもその優遇措置の効果は当然及ぶことになるから、別枠非課税の範囲は拡大する必要がないとの議論があるが、上述のように、別枠非課税制度は国債の利回りの補正の意味をもっており、国債の別枠非課税のみ枠を据え置くならば利回り補正の意味が弱まることになる。
- ③ 現在、累積投資の1口座当りの残高は50万円を超えるものが相当でできており、今後ますますこの傾向は強まることになるので、別枠非課税の

枠を据え置くならば、累積投資は近々頭打ちとなる。少額貯蓄非課税制度の改正の有無にかかわらず、50万円の限度枠は引き上げる必要がある。

このような議論を経て、結局47年1月1日に、少額貯蓄非課税ならびに郵便貯金の限度額が100万円から150万円に引き上げられたのと並行して、国債の別枠非課税限度額も100万円に改められた。さらに4月1日に、「発行後1年以内」という要件が緩和された。その後、この国債別枠の限度額は48年12月1日に100万円から一挙に300万円に引き上げられた。このとき、少額貯蓄非課税・郵貯も300万円に引き上げられたが、国債別枠の限度額と同額となった。図8-2から、国債の別枠分の割合が49年度に上昇しているが、これは300万円に引き上げられたのが、48年12月1日であったことに起因している。

50年度に入り、国債の別枠非課税制度は再びその適用期間を50年12月31日から55年12月31日まで、延長されることが4月1日の段階で決定された。そして50年12月25日に、別枠の中に50年度特例国債も加えられることになった。

〔注〕

- 1) 「国債の別枠非課税制度について」(昭和45年11月12日理財局)(大蔵省資料Z24-116-5)。
- 2) 「国債の別枠非課税に関する諸問題について」(昭和44年10月14日理財局)(大蔵省資料Z597-11-1)。
- 3) 「国債の別枠非課税制度の拡大について」(昭和45年12月4日理財局)(大蔵省資料Z24-116-5)。

4 銀行の窓口販売

国債の個人消化の一手段として、銀行の窓口販売(以下、窓販と略す)が検討の対象になっていた。最終的に実現したのは一連の銀行法の改正(昭和56年、57年)をうけて、58年4月1日からであったが、¹⁾ 議論は国債発行直後から行われていた。以下、簡単にこの時期の議論をまとめておこう。

窓販問題は、41年度入ってすぐに

- (1) 国債の個人消化を促進するため
 - (2) 消化層をより安定的にするため
- の2点から、検討が始められている。²⁾

国債の銀行窓口販売について、長所と短所は次のように整理される。

〈長所〉

- (1) 個人消化の増加
- (2) 個人消化層の多様化と安定化
- (3) 国債消化総量の増加
- (4) シ団契約の表現との適合
- (5) 手数料のシ団内配分という問題の回避

(1)～(3)についてこれ以上説明の必要はあるまい。証券会社の店舗網と比べると銀行のそれは、全国的にみて比較にならぬほど広い。このネットワークを活用すれば、安定した個人消化が期待しうるし、また国債全体としての消化量の増大も可能となる。

(4)について若干の補足説明が必要であろう。当時のシ団契約において、「シ団が共同して国債の募集を行い残額が出たら引き受ける」という形をとっている。しかし、現実にはシ団の一部にすぎない証券会社にのみ国債の募集を行わせているのは契約との関係が問題で、シ団メンバー全員あるいはその大部分が責任をもつ形式が望ましいとする発想が出てきた。これが銀行の窓販を、正当化する1つの根拠にもなった。(5)の手数料問題も、シ団内での証券会社と銀行の間で募集の有無により再配分が必要で、複雑な様相を呈していた。銀行も国債を募集するようになると、銀行の支払っている手数料は不当であるという批判もなくなり、手数料問題はすっきりとしてくる。

〈短所〉

- (1) 証取法第65条との関係
- (2) 銀行・証券の業務分野の問題
- (3) 窓販を認める範囲
- (4) 銀行側の熱意
- (5) 流通市場との関係

(1)～(2)は、銀行と証券の間に介在する微妙な業務のすみ分け問題とからんでいた。証取法第65条で原則として銀行の証券業を禁じているが、しかし国債の募集等について例外として銀行に認められている。したがって、法律面で銀行の窓販は問題ないことになる。しかしその反面、証券会社の個人消化の意欲を

阻害するのではないかという懸念もあり、かつ窓販について銀行もどの程度熱意を示すか(4)の問題があった。銀行にとって国債の窓販が許可されても、結局のところ銀行預金との振替えになる可能性もあったからである。

と同時に、銀行の窓販を認めるとしても、その範囲をどうするのか(3)の問題も重要であった。つまり、その範囲をシ団メンバーのどこまで拡大するのか、生保、農中、全信連等を含めたらそもそも法的に国債の募集を行いうるのかも、議論の対象となる。さらに、(5)の銀行の窓販と流通市場の関係も、詰めておく必要があった。銀行から国債を購入した人は、その換金が必要となった場合、どうするのか。銀行が買ってくれるのか、あるいは銀行を通じて市場に出すのか。このような流通市場と換金性の問題を解決しておかないと、銀行からの国債消化者は不利をこうむることになる。

このような議論をふまえたうえで、41年6月当時、財政当局は次のごとき結論に達していた。

銀行の窓口販売は、上でみたように、やり方によってはかなりの効果があがると考えられるが、現在、証券会社が国債の個人消化に力を注いで、順調に個人消化が進んでいるのであるから、あえてこの時に、証券会社にそっぽを向かす危険を冒してまで、銀行の窓口販売を行う必要はないのではないか。将来、証券会社を通じる個人消化が行詰まったり国債の個人消化量を飛躍的に増大させる必要のある場合に、この問題を考えればよいのではないか。そうした事態であれば、銀行の窓口販売の短所はそれほど致命的なものではないであろう。

かくして結論は、このとき先送りされた。43年に入り証券会社を通じる個人消化のルートが行き詰まってくると、再び銀行の国債窓販問題が注目をあびてきた。このとき個人消化の促進のため別枠非課税制度の創設も浮上してきており、この問題とからめて銀行の窓販が議論されだした。というのは、国債の別枠制度は当然のごとく金融界の強い反発が予想されたので、この交換条件としてかねがね要望されていた国債の窓販を銀行に認めようとする考えであった。

銀行の窓販を認めた場合の国債の引受け、募集について、具体的に次の3案が考えられていた。³⁾

- (イ) 総額引受団(金融機関のみで構成、募集行為はしない)と引受募集団(証券会社、金融機関で構成)に分割する。

(ロ) 金融機関の募集分を証券会社に取り次ぐ。

(ハ) 金融機関引受額の一部を募集する。

(イ)案が比較的実態に即した考え方だが、しかし現行の引受方法を改めることによる問題(市中消化の原則、手数料など)が種々生じ、解決が面倒なことが予想された。(ロ)案はシ団外募集は証券会社のみが行うルールを踏襲するので、証券会社は受け入れやすいが、しかし取次の地位に生ずる金融機関の反対は強いものと思われる。結局、(ハ)案あたりが現実的なものと考えられた。

そして、このときやはり問題になったのは、窓販に伴うハネ返り玉の取扱いであった。次のごとき懸念が表明されていた。

金融機関が積極的に販売を促進することになれば、かなりの量の個人消化を期待することができるが、同時にこれにともなって顧客からの売りが生ずると思われる。銀行としてはいったんこれに買い向かわざるをえないであろうが、これらの措置については市場へ売却する可能性も考えられる。その場合は市場に対する大きな圧迫要因となり、市場価格の軟化現象は現状とは比較にならないほど大きなものとなろう。

43年には銀行の窓販と並んで、郵便局での国債募集も議論されだしていた。実際に、これが実現したのは、63年4月からであるが、しかしはじめの頃どのような議論が交わされていたかは興味がある。郵便局窓販については、金融界が当初より積極的に主張していた。その理由は、金融機関が国債消化に努力している以上、国の金融機関である郵便局が販売するのは当然であるというものであった(たとえば、42年12月の国債発行等懇談会での田実発言)。

しかしながら、財政投融资の運営とも関係づけられ、反対意見として次の4点が挙げられていた。⁴⁾

- (1) 郵便局はすでに郵便貯金等の資金運用部資金への預託を通じて財政資金の調達に貢献しており、これ以上新たな業務を課すのは適当でない。
- (2) 郵便局募集を行うとした場合、業務能力に限度がある以上、郵便貯金等に支障をきたし、財投原資に不足をきたすおそれがある。この不足は、政保債等の民間資金により補填せざるをえないが、これは国債、政保債の圧縮という現下の金融情勢の要請に逆行することとなる。
- (3) 現在においても郵便貯金等の一部は、資金運用部の引受けを通じて究極

的には国債保有に向けられている。郵便局募集は、発行コスト増大を招くだけで、結果的には資金運用部引受けと同じである。

- (4) 証券会社、金融機関と並んで郵便局が国債という同じ商品を取り扱うことは、官民間で過当競争を招来する懸念がある。

このような政策的観点のほか、実務にあたって種々な問題点があることが指摘されていた。最も問題になったのが、郵便局窓販に際しての募集形態であった。考える選択肢として、次の3案が考えられた。

- (1) 直接発行——日本銀行が直接発行し、募集の取次を郵便局が行う。
- (2) 募集の取次——証券団引受分もしくは資金運用部応募分に対し募集の取次を行う。
- (3) シ団加入——郵便局は現行シ団に加入して募集を行う。

これらの案はいずれも、実施上大きな問題をかかえており、現実的には困難と考えられていた。たとえば、(1)について、発行予定額を正確に決定しえず見込額を達成しえないときの処理が問題となる。同様のことは(2)についても生じ、さらに行政機関である郵便局が民間機関の下請契約をなしうるかの疑問も呈示されていた。(3)については、郵便局の法定地位からみて、そもそも他のシ団メンバーと連帯して国債の引受責任を負えるのかも問題視されていた。このほか、募集後の処理としていわゆるハネ返り分としての中途現金化の方法についても、郵便局での買取や再転売も検討されたが、いずれもが難しいとの結論になっていた。

〔注〕

- 1) 『銀行局金融年報』昭和58年版、40ページ。
- 2) 大蔵省資料Z 24-96-10。
- 3) 「国債の少額貯蓄非課税別枠制度と銀行窓口販売とを併行実施する場合の問題について」(昭和43年1月12日理財局)(大蔵省資料Z 24-101-7)。
- 4) 「国債の郵便局募集について」(昭和43年1月16日理財局)(大蔵省資料Z 24-101-8)。

5 国民貯蓄債券構想

国債の個人消化の一環として、比較的早い時期から国民貯蓄債券の構想が浮

上していた。いうまでもなくこの考えは、通常の国債と別銘柄で個人消化のためにとくに魅力を付与した特別の国債を売り出そうとするものであった。しかしながら、過去に失敗したケースもあり、議論は必ずしもスムーズに進捗しなかったが、当時政策当局に関心をもたれた問題としてその経緯を整理しておく必要がある。

戦後、一般国民から広く資金を吸収し財投原資に充当する目的から、昭和27年に国民貯蓄債券、28年に特別減税国債が発行された。しかし、いずれもが個人消化において不振で、当初の発行予定額に達しなかった(国民貯蓄債券は25億円の前定額に対して実績8億円、特別減税国債は200億円に対し142億円の実績にとどまった)。このように消化面で失敗した原因として、当時いまだ戦前の国債に対する苦い記憶が残っており、国債に対する国民一般の印象は非常に冷たかったということが挙げられよう。しかしそのほかに、個々のケースについて、次のごとき問題点があったことが指摘されている。¹⁾

国民貯蓄債券について、

- (イ) 利回りは、国債としては最高であるが、民間の発行した債券と比較すると低かった。
 - (ロ) 売捌き機関としては、郵便局、証券会社、相互銀行、信用金庫、農協連等、広く求めたが、いずれの機関も積極的な熱意を示さなかった(熱意を示すような措置をとらなかった)。
- 特別減税国債について、
- (イ) 減税を考慮した場合の高利回りであって、減税をうけるためには煩雑な手続を要した。
 - (ロ) さらに税務署で資金の出所を追及される危惧が強かった。
 - (ハ) 換金の道がなかった。

この種の個人の零細資金を対象とした国民貯蓄債券は、戦前からアメリカ、イギリスでも広く発行されていた。たとえば次のごときものがある。

アメリカ

U. S. Savings Bonds (U. S. S. B.)

イギリス

National Savings Certificates (N. S. C.)

National Development Bonds (N. D. B.)

Premium Savings Bonds (P. S. B.)

Defense Bonds (D. B.)

これらの国債は個人消化のために、いくつかの特典が付与されていた。たとえば、小額額面で、U. S. S. B. は25ドルから、N. S. C. は1ポンドから券種が発行されていた。また、つねに確定利付債券のみではなく、割引債(U. S. S. B.)、利子を元本に加算し複利で元本を増加させていく(N. S. C.)とか、賞金付き(P. S. B.)などの発行形態がとられていた。さらに、利子やプレミアムに対し一般に所得税は免除されていた。しかしその一方で、このような特典を付与されていたこともあり、購入額に限度が設けられていたし、応募者利回りも普通の国債と比較し低めに抑えられていた。

過去の推移をみると、両国とも大戦中の異常な時期に消化が促進されその後世の中が落ち着くにつれ、次第にそのウェイトを低下させていることがわかる。このような海外の事例を参考にしたうえで、41年当時、国民貯蓄債券発行に関し、考慮すべき点として次の6点が検討された。

- (イ) 個人消化用の国債とはいっても、米英では、利回りを普通の国債より高くしているわけではない。むしろ低めである。いわんや民間の債券(日本をも含めて)に比べれば利回りは低い。このような事例、現在の金利体系、国民貯蓄債券の緊急性等からすれば、現状で国民貯蓄債券を発行しても、民間債よりも利回りを高くする理由は乏しく、低位にせざるをえないであろう。
- (ロ) しかし、民間債よりも低利とした場合、愛国心から発揚されるような非常時ならばともかく、平時では民間債に食われる可能性は十分にある。
- (ハ) したがって民間債よりも低利で発行する場合には、その他の面、(例えば賞金付き、免税等)で恩典を付与することが望ましい。
- (ニ) 賞金付債券は、イギリスでは成功しているし、また一部の金融機関でもその構想があるようだが、わが国でアピールするかどうかは疑問であり、また国が射倖心をあおるような行為にも問題がある。
- (ホ) 電通調査からうかがわれるように、免税措置は消化面でかなりの効果であろう。利回りを引き上げることと、免税と、財政負担では同額であれば

免税のほう消化面では効果があるものと思われる。ただし免税ならばあえて新種債券を発行しなくても、現行の少額非課税制度の拡充と同方向で対処しうる。

(ハ) 現行の最低額面10万円以下の小額額面(たとえば1万円、5万円等)を発行することは、電通調査からもうかがえるように大きな効果は期待できない。翌42年になり、国債の個人消化にかげりがみえはじめたのを契機に、国民貯蓄債券の発行の必要性がより強調されるようになった。基本的には、次のごとき認識がもたれていた。²⁾

そもそも、金融機関と個人とは、その資金運用態度が根本的に相異しているものであるが、現状では両者に同じ条件の国債が消化されている。このために、個人投資家層にとっては、現在の国債は投資対象としては決定的な魅力に欠けることは否定できないところである。今後の個人消化の重要性に鑑み、現在の国債とは別銘柄の特別の国債の是非につき、真剣に検討すべき時期にあるのではなかろうか。

そして具体的に、国民貯蓄債券に付与すべき優遇措置の具体策を次のごとく検討している。第1に、税制面から免税措置あるいは少額非課税制度の別枠拡充が挙げられる。前者は、国民貯蓄債券の受取利子全額を無税とするもので、後者は他の預金、債券とは別物だというイメージを作るよう別枠で非課税にしようとする発想である。しかしこれらは、いずれもが金持優遇だとの批判を免れえぬものとなる。

第2に、中途解約を保証し期間を短縮化させ流動性を付与しようとするものである。一般に証券投資は換金性がないと考えられているので、個人消化を促進させるのにこの流動性の付与は1つの有力な手段とみなされていた。第3に、額面の小額化で5000円あるいは1万円の小額券の発行が個人消化を促進させる。さらに第4として、利付債のほかに割引債、賞金付発行、利子加算も発行など、要件形態の多様化の1つの方法と考えられた。とりわけ割引債の方法に関心が乗っていた。

その後、引き続き議論が繰り返し行われ、国民貯蓄債券についていくつか具体的内容にも検討が加えられている。たとえば、45年当時、次のごとき構想が打ち出されていた。³⁾

構想されている国民貯蓄債券の内容

発行権限……財政法第4条にもとづく建設国債

発行条件……応募者利回り6.791%(年)

期 間……5年(中途買上げ可)

発行価格……72円/額面100円につき

券面種類……1万円、5万円、10万円、50万円の4種

税制上の優遇措置……なし(割引形式によるのみ)

購 入 者……個人

取扱機関……郵便局

発行形態……売出し発行

国債発行後、5～6年の間、国民貯蓄債券の構想はかなり積極的に検討の対象にされていたが、結局実施にはいたらなかった。そしてその後、この構想は政策論議として再び取り上げられることもなく今日にいたっている。その最大の理由は、国債の個人消化の手段として少額貯蓄非課税制度の拡充に力点が移ったことが挙げられよう。通常の常識的な発行条件のもとで、魅力ある国民貯蓄債券を売り出すのが困難であったうえ、準備手続等で面倒だと考えられたことも1つの理由である。いずれにしろ、「国民貯蓄債券は万が一、国債政策が行きづまった場合の切り札的役割をもになえるものであるので、軽々にらん発しない方が得策と考えられる」⁴⁾との考えが、政策当局にあったことは間違いない。

(注)

1) 「国債の個人消化の現状と当面の施策について」(昭和41年12月25日理財局)(大蔵省資料Z24-99-13)。

2) 「国民貯蓄債券発行上の問題点と一試案」(昭和42年9月18日理財局)(大蔵省資料Z597-4-1)。

3) 「国債の個人消化の拡大について」(大蔵省資料Z24-116-6)。

4) 「国債の個人消化の現状と当面の施策について」(昭和41年12月25日理財局)(大蔵省資料Z24-99-14)。

昭和財政史—昭和27～48年度
第7巻 国債

1997年10月31日 発行

編者 大蔵省財政史室
発行者 浅野純次
発行所 〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-1 東洋経済新報社
電話 編集03(3246)5661・販売03(3246)5467 振替00130-5-6518
印刷・製本 東洋経済印刷

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を
禁じます。これらの許諾については小社までご照会ください。
© 1997 〈検印省略〉 落丁・乱丁本はお取替えいたします。
Printed in Japan ISBN 4-492-81407-8