

戦後の公共債市場¹⁾

釜 江 廣 志

§ 1 はじめに

本稿では、公共債を中心に他の債券も含めて戦後の発行市場の動きを概観するとともに、債券流通市場についても取り上げる。第2節では高度成長期以前の債券市場の推移が対象である。第3節以下では、ほぼ高度成長期から2000年頃までの期間を取り上げて、公共債の引き受けを中心に債券発行市場がどのように変化していったかを調べる。第3節は政保債（政府保証債）、第4節は国債のそれぞれの市場を考察する。第5節は補足的に、その他の債券として高度成長期よりも後の時期の地方債と利付金融債に言及する。

§ 2 高度成長期より前の債券市場

戦後復興期はインフレで始まった。この時期においては、復興金融金庫（復金）の融資による傾斜的資金配分と人為的低金利政策（信用割当）が間接金融優位の構造を強固なものにした。金融制度の大変革は実施されず、特殊銀行の再編があったのみであった。

債券市場では中・長期の各種の国債を1948年度までに発行した。それらは軍事費・通信事業費・鉄道事業費・電気通信事業費などの調達を目的としたクーポン3.5～5.5%の5～18年物であった。49年のドッジ・ラインで国債不発行主義を採り50年度から発行額は急減したが、65年度の長期国債の発行再開時まで、一般会計予算の長期国債を除き国債発行をなおも継続した。特別減税国債（5年物）を53年度に、36～50年度発行の3分半利国債を借り換えるための国債（クーポン5.5%程度）などを主に5～7年物の中期債として52～64年度に、他に食糧証券・大蔵省証券などの短期証券も46年度から日本銀行による引き受けで、それぞれ発行した。各種の交付国債もあり、禄高整理のため46年度に発行された54年物が最長であった。地方債では東京都・大阪市・兵庫県など8団体が公募債（クーポン8.5%、5年物）を52年8月から発行するようになった²⁾。

国債の償還法としては1949年度から買入消却³⁾を開始し、償還のかなりの部分がこの方法によった。50年4月から買上償還を行って⁴⁾個人所有の全銘柄が対象となり、同年6月から金融機関保有分も償還した。50年5月からは繰上償還⁵⁾を行い、戦前に盛んに取引さ

戦後の公共債市場

れた甲号5分利公債・4分利公債は51年に、仏貨4分利公債の在分は62年に、その在外分は85年に、それぞれ償還された⁶⁾。

1947年2月から復興金融金庫の債券(復金債)を発行したが、発行額の約7割を日本銀行が引き受けており、流通市場は存在しなかった。復金債は復金による融資とともにインフレを惹起したため、その収束をはかったドッジ・ラインで49年3月に発行禁止とされ、融資も同年10月に停止された。

復金融資の停止により、企業の長期資金は社債発行か増資でまかなうことが必要となった。復金債の償還が1949年に行われ、日本銀行は金融機関に流れた償還金を起債市場に振り向けて社債を育成するための方策を次のように講じた⁷⁾。まず同年6月に適格担保制度を開始して、事前審査で適格とされた社債を金融債⁸⁾とともに日銀貸出の担保として優遇した。金融債・社債を買うための資金を市中銀行に供給するべく、市中銀行手持ちの国債・復金債を日本銀行が購入する買いオペ(ひも付きオペ⁹⁾)も同月開始した。

1946年に廃止されていた政保債¹⁰⁾は53年8月施行の「鉄道債券及び電信電話債券等に係る債務の保証に関する法律」によって発行を再開した。日本国有鉄道(49年に公社化)と日本電信電話公社(52年に公社化)が鉄道債券と電信電話債券(クーポン7%, 7年債)をそれぞれ81億円と69億円発行した際、元本の償還と利子の支払いに政府保証が付いた。その後、50年代後半から60年代前半にかけて各種の公庫・公団と一部の法人¹¹⁾も政保債を発行した。

表1 政保債発行額(単位 億円)

年 度	発 行 額
1953	149
1955	200
1960	716
1965	3,010
1966	4,349
1967	4,118
1968	3,232
1970	2,579
1975	4,600
1977	10,303
1980	15,650
1985	31,814
1990	18,996
1995	32,292
2000	39,301

出所: 志村(1980), 大蔵省(各月)。

政保債には政府保証が付いたので証券取引法65条が適用されず銀行が引き受けに参加でき、その引き受けは後記のように組成されたシ団が担当した¹²⁾。政保債は地方債とともに1950年代後半から増加して、66年の長期国債発行再開まで公共債市場の中心であった(表1参照)。71年度から、予見しがたい状況変化があれば発行機関は当初の発行限度額の50%までを追加発行できる、という弾力措置を取った¹³⁾。しかし国債発行が開始された後はウエートが減少していった。

債券の引き受け手のうち民間金融機関では、戦前の特殊銀行の一部が長期信用銀行になり¹⁴⁾、残りが普通銀行になった。信託会社は信託業務を兼営する普通銀行に、貯蓄銀行も普通銀行に、それぞれ転換した。加えて、無尽会社が相互銀行に、市街地信用組合と産業組合が信用協同組合にそれぞれ改組し、さらに信用協同組合の一部が信用金庫や農業協同組合などになった。

債券の流通市場では、店頭取引として 1945 年に勸業債券・貯蓄債券・報国債券などの少額債券の集団売買が始まり¹⁵⁾、実質的には 56 年 3 月まで続いた¹⁶⁾。貯蓄債券と報国債券は日本勸業銀行が発行した債券で、それらの売り上げ代金を預金部に預入し国債消化に充てていた¹⁷⁾。これらは 43 年に上場された。46 年 2 月に証券業者が結成した証友会¹⁸⁾ は定期的に気配交換取引（店頭集団取引）を行い¹⁹⁾、取引は 46 年 11 月から週 1 回、47 年 6 月からは週 2 回行われた²⁰⁾。

東京・大阪・名古屋の各証券取引所は 1949 年 5 月に再開した。53 年 1 月に発行が始まった加入者引受電債の気配交換取引を 55 年 8 月に開始し、56 年 4 月には東京・大阪の両証券取引所が地方債・政保債・社債などの売買を再開した。店頭市場の気配交換も同月始まったが、取引所・店頭とも売買は活発ではなかった²¹⁾。61 年 10 月に東証などの株式市場第 2 部が発足して加入者引受電債を東名阪 3 市場に上場した。電債以外の売買は不振であったため、62 年 4 月から 66 年 2 月まで取引所での債券取引は停止された。売買高のデータが利用可能な 60 年代後半以降では電債の売買は取引所よりも店頭の方が圧倒的に多く、かつ店頭市場では国債よりは多かったが利付金融債を下回った。77 年の国債流動化後は国債よりも少なくなった。

66 年の取引所取引の再開に向けた準備のため、日本銀行の要請により店頭気配価格を発表することになり²²⁾、公社債引受協会が 1965 年 8 月から社債の気配を、同年 12 月からは政保債・地方債・金融債の気配を、それぞれ発表した。

日本銀行は 1962 年 11 月から新金融調節方式を採用した。成長通貨供給の手段として債券売買操作を活用することとし、政保債の買い戻しまたは売り戻し条件付きのオペレーションを金融機関との間で行って²³⁾、債券を流通市場で取引する途を開いた。63 年に国債・利付金融債・地方債もオペ対象に加え、66 年の取引所取引の再開後は市場価格による無条件オペに移行して、買い入れ先も従来の銀行などの他に証券会社・全国信用金庫連合会を追加し、債券市場と金融市場・金融政策との関連を深めた²⁴⁾。67 年からは発行が再開されていた長期利付国債の買切オペを実施し、以後は国債がオペの主要対象となった。

預金部預金法・大蔵省預金部特別会計法は廃止され資金運用部資金法・資金運用部特別会計法が施行されて、大蔵省預金部は 1951 年 4 月に資金運用部となった。資金運用部は郵便貯金、及び政府の特別会計の積立金・余裕金などで運用部に預託されたもの（資金運用部資金）を統合管理し、確実・有利に運用することを目的とした。資金運用部資金の原資は郵便貯金が主で、その比率は 50 年代から 70 年代まで 50% 台、90 年代はほぼ 1/3 であり、他に厚生年金・国民年金の資金、各特別会計の積立金と余裕金の運用部分（国債整理基金特別会計の国債保有を除く）から成っていた。

資金運用部資金はまた、1953 年度に開始された財政投融资の財源の一部であり、その構成比は 50 年代で約 50%、90 年代で約 80% であった。これ以外に簡易生命保険資金、産業

戦後の公共債市場

投資特別会計からの資金、さらに補完的に財投機関が発行した政保債と政府保証借入れも財政投融資を構成した。

資金運用部資金の運用先は国債・地方債と一定限度の金融債²⁵⁾などの有価証券であり、それらの合計は50年代から90年代まで運用額全体の10~20%台、および公団などの政府関係機関への貸付とそれらの発行債券で、割合は50~60%台などであった²⁶⁾。金融債を引き受けたのは²⁷⁾起債市場の不振を補うためであったが²⁸⁾、資金運用部が財政投融資に重点を置くようになったことなどにより55年6月に金融債引受をいったん停止した²⁹⁾。しかし、電力産業への融資のために61年度に再開し³⁰⁾、以後も電力、機械工業、公害防止などの特定分野に対する国の投融資のために引き受けを行った³¹⁾。60年代後半からは金融債を運用の対象とし、資金運用部は市場で買い入れる³²⁾とともに売却³³⁾も行なった³⁴⁾。買い入れは97年まで続いたが、国債を優先するために97年4月に購入を停止した³⁵⁾。

§3 政保債の引き受け³⁶⁾

政保債は、その発行が1953年8月の鉄道債券と電信電話債券から再開され、66年に長期国債の発行が再開されるまでは債券市場の中心的な存在であった(表1参照)。59年から政保債などの公社債は投資信託に組み入れられ³⁷⁾、61年1月には公社債のみを構成要素とする公社債投資信託が発足した。政保債は60年代前半に発行が増大し、62年11月に開始された日本銀行の新金融調節方式においてオペの対象になった³⁸⁾。67年以降70年代半ばまで政保債の発行額は増加しなかったが、70年代後半からは国債と歩調を合わせて増加した。

1953年の発行開始時において政保債の利回りは規制下の「金利体系」と整合的に設定され、応募者利回りは7.43%で約9%の事業債よりもかなり低かった(表2参照)。かつ、政保債はなじみが薄く、年度の予定発行額が鉄道債券85億円、電信電話債券75億円³⁹⁾と大きかったことなどから、消化が懸念された。そこで日銀貸出の担保とされたほか、金融機関が構成する引受シ団が消化した⁴⁰⁾。

政保債の発行は間接発行の引受募集方式に依った。政保債の引き受けの推移を期間区分すると次のとおりである⁴¹⁾。まず1953年の発行当初は引受シ団による全額公募方式で行われた。シ団は銀行(都市銀行、長期信用銀行、地方銀行、信託銀行)、証券会社などの主要金融機関を網羅して構成された⁴²⁾。戦前の国債シ団に含まれなかった業態のうち、保険会社はまたもシ団に参加しなかったが⁴³⁾、地方銀行(代表として常陽、足利、静岡、北海道拓殖⁴⁴⁾の各行)⁴⁵⁾と野村、大和、日興、山一の4証券会社は参加した。引き受け分担率が業態内で同一であるような業態と異なる業態とがあった⁴⁶⁾。

次いで1956年10月に別口引受制度が始まった。この制度では⁴⁷⁾シ団外に対する公募は証券会社が取り扱い、「別口」と称した公募の残額はシ団メンバーに強制的に割り当てられ

た。別口引受をさらに細分すると下記のように、56年10月から行われた事前別口引受、59年4月からの事後別口引受、62年5月からの改訂された事後別口引受⁴⁸⁾となる。これらの変更がなされたのは、全額公募方式では全額が証券会社に帰属していた募集取扱（請負）手数料を、別口引受では応募者たるシ団メンバーにより多く支払う（戻す）ことによって、応募を増やすためであった。

(i) 1956年9月に発行された政保債が売れ残った⁴⁹⁾。また同年8月の起債自由化⁵⁰⁾の後、金融引締め予想から社債・地方債の発行希望が増大してこれらを消化する必要もあり⁵¹⁾、政保債は10月も消化難が見込まれた。そこで、新たに事前別口引受方式を採り、政保債発行額の25%（11月から40%）を別口として公募から外し⁵²⁾、公募前（「事前」）に銀行・証券会社などシ団メンバー全員に引受分担率に応じて強制的に⁵³⁾引き受けさせた⁵⁴⁾。公募分は証券会社がシ団外に販売し、その残額はシ団銀行が引き受けた⁵⁵⁾。手数料は公募分が証券会社に、別口分はシ団メンバー各員に、それぞれ帰属した。

(ii) 発行された一般債に売れ残りが出た⁵⁶⁾1959年4月に採用された事後別口方式では、証券会社がシ団外へ公募し、シ団銀行は発行額の22%分に応募した。これらの後（「事後」）に、公募分⁵⁷⁾の残額（別口）をシ団銀行のメンバーが引き受けた⁵⁸⁾。別口分の業態内各メンバーの分担額は均等で、業態の分担率はメンバー数に比例した。これは残額引受に類似の方式であった⁵⁹⁾。手数料は公募分が証券会社に、別口分はシ団銀行各員に、それぞれ帰属した。

(iii) 金融引締め政策のため1962年度に入って政保債の売れ行きが悪くなった⁶⁰⁾。62年5月からの改訂事後別口引受方式では、シ団銀行による事前応募を廃止し、証券会社が公募でシ団外のみ販売した残額（別口）の全てをシ団銀行のメンバーが均等に引き受けた⁶¹⁾。シ団の引き受け分には手数料が全額戻された⁶²⁾。

なお、証券会社は1962～66年度の間、残額引受の責任を持たなかったが、67年度から残額を消化する責任を負うようになった⁶³⁾。また、83年度からは金融機関に公共債の窓販が認められて銀行・証券会社ともその引受分担額の範囲内で募集を行い、募集取扱額が分担額に達しなければ残額を引き受けることになった⁶⁴⁾。このように発行条件が市場の状況と乖離していてもまた発行額が多額であっても、発行されたものは必ず消化される仕組みになっていた⁶⁵⁾。

1990年代の証券団の引受シェアは94年7月において23%から30%へ、96年4月において32%へなどの変更が行われ⁶⁶⁾、95年7月、98年6月にも変更があった。98年には第2地方銀行がシ団メンバーを入れ替えた。

別口引受の他に、シ団外による公募以外の消化は以下のような方法も採ったが、これらは1997年度でほぼ廃止された⁶⁷⁾。まず政策協力消化⁶⁸⁾は63年度から行われ、相互銀行、信用金庫、農林中央金庫、生命・損害保険会社の他、農林共済（農林漁業団体職員共済）など

戦後の公共債市場

の共済組合にも依頼した。これらのうち相互銀行、信用金庫、農林中央金庫、保険会社には政保債発行額の一定割合の消化を要請し、いくつかの共済組合は責任準備金の一定割合を政保債で運用することが法令で義務づけられた⁶⁹⁾。なお、相互銀行⁷⁰⁾と信用金庫⁷¹⁾は66年5月から、農林中央金庫は72年度からそれぞれシ団に加盟したため、政策協力消化からはずれた。

調整年金（厚生年金基金）制度は1966年度に創設された。厚生年金基金には財政投融资に協力して各年度積立金の一定割合を政保債の購入に充てることを67年度から義務づけた⁷²⁾。さらに別枠消化は78年度以降余資金融機関や共済組合に依頼したもので、消化額は年度ごとに交渉で決めた⁷³⁾。以上の消化状況は表3a、3bのとおりである。

また、公的部門のうちで資金運用部は政保債の引き受けと買支えを行ったが⁷⁴⁾、基本的に買い持ちであった⁷⁵⁾。簡易生命保険資金は1955年から引き受けを行っており⁷⁶⁾、運用法は買い持ちを基本として、買い切り、売り切りの他、82年に入れ替え商いも行うようになったが⁷⁷⁾、その後もとりわけ売却は頻繁に行われたわけではなかった⁷⁸⁾。90年代には機動的な売買が盛んになった⁷⁹⁾。郵便貯金資金は自主運用を1987年に開始して、公社公団債・政保債もその対象となった。

流通市場では、公社債全般に関して買い手は中小金融機関、農林系金融機関、投資信託・機関投資家、法人、売り手は都市銀行・地方銀行・長期信用銀行などが主役であった。80年代後半以降の店頭市場における政保債の売買高は国債・利付金融債より少ないが地方債を上回っていたと見られる（表4参照）。

旧公営企業金融公庫（現地方公共団体金融機構）は1957年から公営企業債券を発行して資金調達を行い、この債券は大部分が政保債であった。80年代から90年代では公営企業債の発行額は政保債全体の1/ないし3/4を占めていた。94年に公営企業債のシ団に外国証券（モルガン・スタンレー証券）と銀行系証券（興銀証券）が加わり⁸⁰⁾、98年10月に公営企業債の証券団シェアは50%に増加した。

§4 国債の発行と引き受け

一般会計の赤字を補填する国債は特例公債として発行される。長期国債は、6分半利国庫債券第1回（7年物）⁸¹⁾が特例公債として1966年1月に、6分半利国庫債券第2回などは建設（4条）国債として66年度以降に、それぞれ発行された。民間部門による長期国債の引き受けは政保債の引受方式を修正してシ団が行い、65年度分の引き受けは1,100億円であった。また、同年度に資金運用部が900億円を引き受けた。長期国債は1965年度の発行再開時に7年物であったのが71年度に10年物になった。長期国債へは87年度に引受額入札が、89年度には部分的競争入札がそれぞれ導入されてその比率は逡増し、シ団引受の割合は

表 2 政保・電電・国債発行条件 (単位 年%)

年 月	クーポン・レート			応募者利回	
	政府保証債	加入者引受電電債	利付国債	政府保証債	利付国債
1953 8	7.0	6.5	—	7.434	—
1955 7	7.5	6.5	—	7.831	—
1960 1	7.0	6.5	—	7.269	—
1965 1	7.0	7.2	—	7.053	—
1966 1	7.0	7.2	6.5	7.053	6.795
1970 1	7.0	7.2	6.5	7.139	6.902
1972 7	6.7	7.2	6.5	6.868	6.717
1975 1	8.7	8.8	8.0	8.793	8.414
1977 7	7.3	7.7	7.2	7.430	7.286
1980 1	7.8	7.8	7.7	7.844	7.788
1982 1	7.8	8.3	7.7	8.025	8.015
1984 1	7.4	—	7.3	7.575	7.563
1986 1	6.2	—	6.1	6.446	6.262
1988 1	5.0	—	4.9	5.113	5.050
1990 1	6.1	—	5.6	6.262	6.095

注：加入者引受電電債は常に 100 円で発行され、クーポン・レートと応募者利回りは同じ。
出所：大蔵省（各月）、野村総合研究所（各年）。

表 3a 政保債の部門別引受シェア (単位 %)

年度末	都銀・長信銀	地銀	信託	保険	農林系	信金・商中	相銀	投信
1953	64.5	26.0	3.6	1.6	1.1	0.5	0.5	0
1955	68.3	26.6	3.0	0.4	0.7	0.1	0.4	0
1960	57.1	28.4	3.9	0.8	0.2	0.1	0.2	7.8
1965	48.7	23.5	3.4	5.2	5.0	5.0	5.0	1.8
1970	46.5	18.7	2.9	3.4	3.9	5.5	5.5	0.1
1975	32.1	17.3	3.0	3.0	3.9	6.3	5.2	—
1980	29.1	23.6	4.2	4.9	7.1	6.1	5.4	—
1985	25.2	15.2	5.5	5.0	7.4	6.5	4.9	—
1990	17.0	15.9	6.4	6.3	5.5	4.2	3.8	—
1995	10.1	11.0	5.1	7.1	4.8	6.3	4.9	—
2000	8.0	13.6	2.8	1.7	5.1	7.1	3.5	—

注：証券会社、資金運用部、75 年度以降の投信などのデータはない。
出所：公社債引受協会（1986）、野村総合研究所（各年）。

表 3b 政保債（鉄道債）シ団の引受分担率（1社あたり）

	1953年	1965年頃	1978年
都銀13行	(*1)4.1	(*5)4	2.9
長信銀	(*2)4.1	(*2)4	(*8)2.9
地方銀行	(*3)6.7	(*6)4	(*6)2.9
信託銀行	(*4)0.7	(*7)4	(*7)2.9
証券4社	4.1	4	2.9
農林中金	—	—	2.9
相互銀行	—	—	(*9)2.9
信用金庫	—	—	(*10)2.9

- 注 (*1) 当時地銀であった北海道拓殖を除く12行。
 (*2) 日本興業と日本長期信用の2行 (0.5%)。
 (*3) 常陽、足利、静岡、北海道拓殖の4行が代表で、全64行に預金量を基準として割り当てた。
 (*4) 大手4行が各0.7%。日本信託は0.3%、第一信託は0.2%。
 (*5) 東京銀行は引き受けず。
 (*6) 代表として6行。
 (*7) 代表として1行。
 (*8) 3行。日本債券信用銀行は1969年度に全銘柄の引受開始。
 (*9) 代表として3行。
 (*10) 代表として全信連 (5.8%) と1社 (2.9%)。

出所：全国地方銀行協会 (1988)、石・油井 (1997)、野村総合研究所 (各年) 1978年、日本債券信用銀行 (1993)、第二地方銀行協会 (2002)。

表 4 東京店頭債券売買高 (単位 千億円)

年 度	国 債		地方債	非公募 地方債	政保債	利付金融債	加入者引 受電電債	合 計
	利 付	短 期						
1968	2	0	2	3	1	25	7	50
1970	4	0	3	6	2	33	14	88
1975	11	0	7	123	10	204	67	557
1976	24	0	20	171	26	244	55	714
1977	135	0	43	254	73	390	62	1,337
1978	606	0	73	240	105	523	54	1,966
1979	896	0	70	226	107	432	53	2,227
1980	1,569	0	69	230	112	406	61	2,810
1985	12,587	0	78	149	236	201	10	25,147
1990	21,213	11,051	41	43	153	808	1	32,858
1995	12,126	26,322	86	349	296	634	0	39,352
2000	13,872	25,827	120	316	327	426	0	41,478

注：公共債の売買高は84年6月から証券会社・金融機関のディーリングの売買を合算。

売買高は売り買いの合計。合計は短期国債などを含む。

出所：東京証券取引所 (2000a)、野村総合研究所 (各年)。

徐々に低下した。入札については §4-4 で言及する。

§4-1 国債の発行と引き受け

長期国債は、シ団が発行総額について募集を取り扱い（請け負い）、応募額が発行総額より少なく残額が生じた場合には残額を引き受ける引受募集、つまり残額引受方式を採った。その理由は、政保債の発行、とりわけその事後別口方式が残額引受（に類似の）方式に依っていて市中で慣行になっていたこと、シ団が実質的な残額引受責任を負うとすると募集取り扱いをこれと切り離して国・日本銀行側に留保するのは不自然であり、募集取り扱いと残額引受を一体として請け負うのが適当であると判断されたこと⁸²⁾ などである。そこで政保債の引受方式を次のように修正して国債に用いた。

- (i) 証券会社も募集残額の引受責任を負った。なお、前記のように、証券会社は政保債についても 1967 年度以降、残額引受責任を負うことになった。
- (ii) §4-2 で詳述するように、相互銀行・信用金庫・生命保険会社・農林中央金庫がシ団に参加した⁸³⁾。前述のように、これらは 66 年 1 月時点では政保債シ団に加わっていなかった。
- (iii) 政保債では日本興業銀行が受託銀行となっていたが、国債には受託銀行を設けなかった⁸⁴⁾。
- (iv) 前述のように、政保債の事後別口制度においては業態内の各メンバーの分担額は均等であって業態の分担率はメンバー数に比例していたのに対し、国債では業態内各メンバーの分担率はメンバーの資金量に応じて定められてそれぞれの分担額は均等ではなく、業態の分担率はメンバー数に厳密には比例しなかった⁸⁵⁾（表 5 参照）。

発行時には国とシ団との間で募集引受契約が取り交わされた。その主な内容は、シ団が共同して国債の募集を取り扱い、応募額が募集額を下回る未達の場合は予め決められているシェアに応じてその残額を各金融機関が引き受けること、引受料の支払いに関する事、払込金の取り扱いに関する事などであった。また、1983 年 4 月に金融機関の窓口販売（「窓販」）が開始された際にシ団の引受契約が改定され、それまでの残額引受方式が個別残額引受方式に変更されて、金融機関それぞれの負担額から窓販額を差し引くやり方になった⁸⁶⁾。

シ団によって引き受けられた国債の一部は証券会社を通じて一般投資家に売られたが、大部分はシ団メンバーの金融機関が満期まで保有した。1967 年 2 月に、発行後 1 年を経過した国債を日本銀行が成長通貨供給目的のオペの対象に追加して銀行・証券会社から強制的な割当方式で買い入れ⁸⁷⁾、また、国の国債費増大と投資家のキャピタル・ロスをさけるべく、証券会社が協調買いを行って人為的に価格維持を行う方策を取ったため⁸⁸⁾、長期国債の流通市場は事実上存在しなかった。

長期国債の発行条件は「金利体系」に従う人為的な低金利であった（前掲表 2 参照）。

戦後の公共債市場

1970年代後半に国債の大量発行が始まり、日本銀行の買いオペでは全額を吸収することができなくなったので、77年春に金融機関が保有している国債を市場へ売却することを大蔵省が解禁して⁸⁹⁾（「国債流動化」）、流通市場が実質的にできた。その後、90年代にかけて金融自由化が進展し、市場実勢を反映する流通利回りの影響を受けて発行条件は一層弾力的となった。

長期国債以外にも銘柄が多様化された。中期債は5年物割引債（76～2000年度発行、以下同じ）、3年物同（00～02年度）の他に、利付債として3年物（78～88年度）と2年物（78年度⁹⁰⁾～）、4年物（79⁹¹⁾～00年度⁹²⁾）、6年物（81⁹³⁾、93～00年度）、5年物（99年度～）が、超長期債は15年物（82年度～）のあと20年物（83年度～）、30年物（99年度～）、40年物（2007年度～）が発行された。短期債は政府短期証券（FB）として2か月物（56年度～）、3か月物⁹⁴⁾（99年度～）と6か月物（2006年度～）、短期国債（TB）として6か月物（85年度～）、3か月物（89～99年度）と1年物（99年度～）がそれぞれ出された。

また、新たな発行法も試みられ、公募入札が78年度の3年物利付国債⁹⁵⁾を嚆矢として、TBの6か月物（85年度）、超長期国債の20年物（87年度）に、順次導入された。

長期国債以外では、1976年度から発行の5年物割引国債がシ団引受を採用した。そのシ団は長期国債のそれと同様に拡張されていった⁹⁶⁾。募集は証券会社が行ない、応募額が募集取扱分担保額に達するように確保する責任を負った。応募額が発行総額を下回る場合の残額はシ団メンバーが引受分担保額に応じて引き受けた⁹⁷⁾。後述のように、5年物割引国債は2000年度に発行が終了したが、これ以外の短・中期物は順次入札に移行した。なお、中期国債を組み込んだ中期国債ファンドが1980年1月に新設された。中期国債ファンドは中期国債を引き受け、または購入した⁹⁸⁾。

国債売買にも入札方式がとられて市場実勢をより反映しやすくなり、金利自由化にはずみがついた。1978年1月に資金運用部保有国債を日本銀行が入札方式で市中に売却した⁹⁹⁾。日本銀行はまた同年6月に国債買いオペを入札方式に変えて実施し¹⁰⁰⁾、81年5月にはFBの市中への売却を再開した¹⁰¹⁾。流通量を増やすべくほぼ実勢レートでの単純売り切りであった¹⁰²⁾。

こういった市場実勢を尊重しようという動きにもかかわらず、発行側である大蔵省の希望条件とシ団の要求する条件とがなお合致しないことがあった。流通利回り発行利回りの乖離もシ団の利上げ要求の根拠となった。このような状況下で国債の他に政保債・地方債が1980年代前半にたびたび休債となった。まず81年6月¹⁰³⁾から8月までは米国の金利高から日本国債の流通利回りが上昇したが、大蔵省は金利体系全体への波及をおそれて条件を合わせず国債は3か月間休債となった¹⁰⁴⁾。これ以降も、債券増発懸念、米国の金利高と円相場下落などから市場価格が下落、流通利回りは上昇したが、景気への影響を考慮して発行利回りを上げることができず休債となるケースが87年まで続発した。いわば、市場重視への

産みの苦しみであった。

§ 4-2 シ団の構成と引受シェア¹⁰⁵⁾

長期国債のシ団はわが国の金融・資本市場を構成するほとんどの金融機関が加入して発足した(表 6a, b 参照)。当初のシ団は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行¹⁰⁶⁾、地方銀行¹⁰⁷⁾、相互銀行、全国信用金庫連合会、農林中央金庫¹⁰⁸⁾、生命保険会社¹⁰⁹⁾、証券会社¹¹⁰⁾が構成した。その後 1972 年度に損害保険会社が加わった。地方銀行以下は業態ごとに主要なメンバーが代表してシ団に入り、傘下の金融機関は一定のシェアに基づいて引き受けを行なった¹¹¹⁾。シ団の代表として定例的・事務的事項を処理するシ団代表幹事(代表世話人)には全国銀行協会会長行が選ばれた¹¹²⁾。

84 年度に外国銀行¹¹³⁾と外国証券会社¹¹⁴⁾が、85 年度には商工組合中央金庫がそれぞれシ団に加入した。80 年代以降には都市銀行や証券会社の合併、外国銀行と外国証券の脱退などに伴いシ団のメンバー数は減少した。94 年度に銀行の証券子会社、信用組合、労働金庫と農業協同組合などの農林系金融機関が加入した。65 年度に約 750 であったメンバー数は 2000 年度には約 1,600 に達した。

引受シ団は国債発行再開以降、発行市場で中心的な役割を果たした。長期国債のシ団は「応募シ団」、つまり国債の募集に応募して取得するとの性格を当初から持っていたため、発足時には、メンバーの国債引受シェアを算定する基準として前述のように金融機関業態別の資金量シェアを用いた。引受シェアは表 5 に示されるとおりであり、1987 年度の公募入札の採用後はシ団のシェアが低下した。

シ団発足後の各業態の資金量は比例的には増加せず、国債の引受シェアとその算定基準と

表 5 長期国債引受シェア(単位%)

年 度	都銀	長信銀	地銀	信託	相銀	信金	農中	生保	損保	証券
1965-68(*1)	41.6	9.9	20.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	—	10.0
1969-71(*1)	43.5	9.3	19.2	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	—	10.0
1972-75(*1)	39.1	9.4	18.0	5.5	4.0	4.5	4.0	4.5	1.0	10.0
1976-79(*1)	38.0	9.1	17.8	6.0	4.5	5.0	4.0	4.6	1.0	10.0
1980	31.5	7.6	14.8	5.0	3.7	4.2	3.3	3.8	0.8	25.2
1985	30.8	7.4	14.6	4.9	3.5	4.1	3.3	3.7	0.8	26.0
1990(*2)	19.2	4.7	7.5	3.8	1.7	2.6	2.0	2.5	0.4	55.6
1995	21.8	3.9	5.5	2.2	1.4	3.0	2.0	1.4	0.3	58.6
2001	11.8		5.0	1.5	1.2	3.7	4.5	1.1		71.2(*3)

注：(*1) 当初予定。(*2) 以後、入札分を含む。(*3) 個人・投信を含む。2002 年度以降は非公表。

出所：北村(1979)、松野(1983)、安原(1982)、野村総合研究所(各年)。

表 6a 長期国債シ団の変遷

年 度	
65	都市銀行(全 13 行), 長期信用銀行(全 3 行), 信託銀行(代表 1 行), 地方銀行(代表 5 行)(*1), 相互銀行(代表 1 行)(*2), 信用金庫(全国信用金庫連合会), 農林中央金庫, 生命保険会社(代表 1 社), 証券会社(代表 4 社)がメンバー
72	損害保険会社(代表 1 社)がシ団に加入
74	証券会社の代表が 6 社に
84	外国銀行・外国証券会社(代表 4 社)がシ団に加入(*3)
85	商工組合中央金庫がシ団に加入
89	信託銀行の代表が 2 行に, 証券会社の代表が 7 社に
90 年代	都市銀行・証券会社・外国銀行・外国証券会社などのメンバー減少
94	銀行の証券子会社, 信用組合, 労働金庫, 農業協同組合などの農林系金融機関が加入

注：(*1) 地銀以下は業態ごとに主要メンバーが代表してシ団に入り, 傘下金融機関は一定のシェアに基づいて引受。

(*2) 相互銀行は 89 年以降, 第 2 地銀に転換。

(*3) 外国銀行には支店開設後 5 年以上経過などの条件が必要であったが 87 年に撤廃。外国銀行, 商工組合中央金庫, 信用組合, 労働金庫は全国銀行協会連合会の副会長銀行の傘下として参加して, 代表社なし。「日経金融新聞」1988 年 9 月 7 日参照。

出所：石・油井(1997), 浜田(1997), 「日本経済新聞」1987 年 10 月 11 日。

表 6b 長期国債シ団のメンバー数(年度当初)

年 度	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2004
都市銀行	13	15	13	13	13	12	11	9	7
長信銀	3	3	3	3	3	3	3	3	2
信託銀行	7	7	7	7	7	7	7	7	5
地方銀行	63	61	63	63	64	64	64	64	64
相互銀行	72	71	72	71	69	68	65	55	50
信用金庫	526	507	473	461	457	453	421	387	307
信用組合	—	—	—	—	—	—	74	64	50
労働金庫	—	—	—	—	—	—	48	42	14
農林系	1	1	1	1	1	1	1074	843	647
商工中金	—	—	—	—	—	1	1	1	1
生命保険	20	20	20	20	21	22	22	18	14
損害保険	—	—	22	22	23	23	24	22	14
証券会社	51	48	53	60	67	114	136	81	42
外国銀行	—	—	—	—	15	36	26	17	11
外国証券	—	—	—	—	8	35	26	21	17
計	756	733	727	721	748	839	2002	1634	1245

出所：田近・八塩・釜江(2015)。

していた資金量シェアとの間には乖離が生じた。1970年代半ば以降において都市銀行はその引受シェアが預金量シェアに比べて高く（表5、表7参照）、79年度以降一貫して引受額を上回る売却を行なったにもかかわらず資金ポジションは悪化した。引受シェアの変更は69、72、76、84、94の各年度当初と83年2月、88年10月に行われた。

証券会社は発行額の一部を個人投資家などに販売した¹¹⁵⁾。その分担割合は1960～70年代で10%、80年代後半～90年代前半は20%台、90年代後半は50%台であった¹¹⁶⁾。募集取扱額が分担額に達しないときには残額を引き受けた。証券会社経由の消化シェアは60～70年代には目標に届かなかったが、次第に個人による消化が定着した。

なお、郵便貯金・簡易生命保険の両資金などを含む公的部門の合計とシ団の保有シェアは表8に掲げたとおりである。日本銀行と資金運用部の保有シェアの合計は1965～75年度までが40～60%台で、80～2000年度はほぼ30%台で推移した。

§4-3 窓販とディーリング

当初は、証券会社以外のシ団メンバーは国債の販売を行わないとの取り決めがあったが、83年度に金融機関の窓口販売が開始されて銀行なども募集の取り扱いができるようになった。金融機関の長期国債引受総額のうち窓口販売の占める割合は¹¹⁷⁾1983年度が34%、84年度55%、80年代後半は60～70%であったが、90年代は10%以下とふるわなくなった。これは、入札を高値で行い、機関投資家には手数料分などを値引きして販売したのに、個人投資家には定価で売るという「二重価格」であったためである¹¹⁸⁾。

公共債のディーリングは1984年6月に都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行と農林中央金庫が開始し、84年10月に外国銀行、85年6月に相互銀行、86年6月に信用金庫がそれぞれ参入した。ディーリングは金融機関の重要な収益源となり、商品を長期間保有することなく短期で売買益を狙うことができた。加えてディーリングは流通市場の拡大をもたらした。特にディーラー同士で売買する業者間売買のウエートが増加し、87年度では国債全体の売買高の9割近くにも及んだ。このため、発行量が多く流動性の高い銘柄である指標銘柄に人気が集中して他銘柄より割高に買われる傾向が強まり、それ以外の銘柄に比べ3円以上の価格差を生じることもあった。かつては恒常的な売り手であった都市銀行、地方銀行もディーリング開始により80年代半ばには買越しに転じた。

§4-4 入札

入札方式は中期債から導入された。3年物利付国債の発行が1978年6月に開始された際、公募入札に依って国債の入札発行がスタートした。それに先立ち、77年10月に出された証券取引審議会基本問題委員会の「望ましい公社債市場の在り方に関する報告」は国債の公募入札を提言した。この報告書は、国債発行が巨額になり民間の保有が累積されてきたこと、

表7 預金量シェア(単位兆円, %)

	都銀	長信銀(*1)	地銀	信託	相銀(*2)	信金	農中(*1)	生保(*3)	損保(*3)	合計
1965	13.1	2.6	7.2	0.9	3.3	3.2	1.2	2.2	—	33.7
	38.9	7.7	21.4	2.7	9.8	9.5	3.6	6.5	—	
1971	33	7.3	17.8	2.6	7.7	9.5	2.8	6.9	—	87.6
	37.7	8.3	20.3	3.0	8.8	10.8	3.2	7.9	—	
1975	54.5	13.1	34.5	4.2	16.8	19.7	4.9	12.8	3.3	163.8
	33.3	8.0	21.1	2.6	10.3	12.0	3.0	7.8	2.0	281.1
1980	87.6	22.2	60.8	5.7	27.2	34.2	11.2	26	6.2	281.1
	31.2	7.9	21.6	2.0	9.7	12.2	4.0	9.2	2.2	442.5
1985	130.6	35.7	94	9.1	37.9	50	21.7	52.9	10.6	442.5
	29.5	8.1	21.3	2.1	8.6	11.3	4.9	12.0	2.4	751.3
1990	210.5	54.7	153.8	15.4	58	82.2	25	127.7	24	751.3
	28.0	7.3	20.5	2.0	7.7	10.9	3.3	17.0	3.2	832.7
1995	219.9	55.4	167.8	13.9	63.0	96.2	40.1	140.1	36.3	832.7
	26.4	6.7	20.2	1.7	7.6	11.6	4.8	16.8	4.4	788.6
2001	230.9	—	181.4	—	56.9	102.8	43.2	144.4	29.0	788.6
(*4)	29.3	—	23.0	—	7.2	13.0	5.5	18.3	3.7	

注：上段は預金量，下段はシェア。(※1) 債券発行高を含む。(※2) 掛け金を含む。(※3) 運用資産。(※4) 長信銀と信託はデータなし。
 出所：日本銀行調査統計局(各年)。

表8 部門別の国債保有シェア(単位千億円, %)

年度	国債		整理基金		日銀		郵貯+簡保		郵貯		簡保		銀行等	
	現存額	増分	保有額	シェア	保有額	シェア	保有額	シェア	保有額	シェア	保有額	シェア	保有額	シェア
1965	6.88		0.9	13.1	0.00	0.0	2.08	30.2	0.02	0.3	0.02	0.3	1.27	18.5
1970	36.0	29.1	11.2	31.1	0.67	1.9	12.0	33.4	0.01	0.0	0.01	0.0	4.43	12.3
1975	157.8	121.8	29.5	18.7	0.0	0.0	52.8	33.5	0.7	0.4	0.7	0.4	51.6	32.7
1980	719.1	561.3	118.9	16.5	21.2	2.9	86.7	12.1	0.1	0.0	0.1	0.0	237.6	33.0
1985	1,366	646.9	395.2	28.9	13.7	1.0	44.5	3.3	4.7	0.3	4.7	0.3	360.5	26.4
1990	1,685	319.0	568.7	33.8	13.6	0.8	77.2	4.6	65.5	3.9	4.3	0.3	478.3	28.4
1995	2,280	595.0	623.9	27.4	0.0	0.0	177.8	7.8	226.2	9.9	74.8	3.3	454.5	19.9
2000	4,090	1810.0	726.8	17.8	81.4	2.0	475.3	11.6	572.6	14.0	311	7.6	960.5	23.5
2004	6,206	2116.0	500	8.1	121.5	2.0	898.7	14.5	1,519	24.5	551	8.9	1,235	19.9
2008	6,769	563.0	12	0.2	271.2	4.0	559	8.3	—	—	—	—	2,465	36.4

注：FBを除く内国債。
 出所：大蔵省理財局(各年b)，日本銀行調査統計局(各期)。

従来の発行・保有方式では特定の金融機関の負担が重くなることなどから、市場実勢を発行条件に反映させる入札方式が不可欠であるとした¹¹⁹⁾。また、金融自由化の動きが胎動して、前述のように、78年1月以降における資金運用部保有国債の日本銀行による売却と直後の同年6月における日本銀行の買いオペがともに入札で行われ、入札方式による発行を受け入れる環境ができつつあった。

3年債の入札が始まったが、初めての入札で前提となる利率がなかったため、入札の利回り・価格の判断が難しく、コンベンショナル方式、つまり、利回り・価格が落札者それぞれの提示した複数の利回り・価格に決まる方式では応札が消極的になる懸念があった¹²⁰⁾。そこで、入札利回りを単一にするダッチ方式を採用した¹²¹⁾。その後、入札者が次第に慣れてきたこと¹²²⁾ などから、5回目の1979年8月発行分以降は原則として価格についてのコンベンショナル方式で行われた。

§4-5で後述のように、2年物利付債は1979年3月に、4年物利付債は80年3月に、ともに資金運用部引受で発行が始まったが、これらもそれぞれ79年6月と80年6月に入札方式になり、他の短・中期物も86年2月に短期国債、94年2月に6年物利付債、2000年11月に3年物割引債の順に入札を導入した。

次に、定率公募入札が1982年11月に3年物と4年物の利付国債について開始された。この方式は情報を十分に持たない入札者を対象として、利回りは直前の競争入札において募入利回りの平均以下で落札された部分の加重平均、価格は競争入札において募入平均価格以上で落札された部分の加重平均とされたため、当日の実勢価格と大きく乖離することがあった。この方式には利回り決定に関するリスクがないので、価格と利回りは競争入札に比べて参加者により不利な条件に設定された。83年2月に2年債にも定率公募入札を導入した。

さらに、非競争入札が98年4月に2、4、6年物利付債について定率公募入札に代わって導入され、競争入札に参加しない中小金融機関に対し、発行総額の1割を競争入札で決まった落札価格の平均で配分した。

超長期国債のうち20年物利付国債は1986年10月開始のシ団引受から87年9月に公募入札へ移行し、30年物利付債¹²³⁾と15年物利付債にもそれぞれ99年9月と2000年2月に入札方式を導入した。

10年物利付国債には、まず引受額入札方式が導入された。これは外国からの圧力の高まりなどにより1987年11月に始められもので、シ団メンバーは各月の発行額の20%について引受希望額のみを入札し、残り80%を固定シェアで割り当てを受けて、残額引受責任を負った。この方式では発行条件（クーポン・レートと発行価格）を入札前には決めないブラインド方式を採り、入札後に交渉で決めた。しかし透明性を増して十分な競争を行い、外国金融機関のアクセスも拡大するためにはブラインド方式以外のやり方が要請された。

次いで部分的競争入札が1989年4月に開始された。発行条件はこの方式ではシ団と発行

戦後の公共債市場

体が入札前の交渉で決めており、引受額入札と異なって入札時には既知であった。発行額の40%部分（当初）は価格についてのコンベンショナル方式でシ団メンバーが入札を行い、残りの60%は募入平均価格（つまり落札できたものの加重平均価格）により固定シェアに従ってシ団メンバーが引き受けた。入札部分に未達が生じた場合にはシ団メンバーが上記の60%部分と同条件で固定シェアに応じて引き受けた。また非競争入札も併用され、60%の固定シェアのうちの20%はこの方式で配分された。すなわち、シ団内シェアがメンバー当たり0.3%以下であって情報収集や分析の能力が十分でない中小金融機関は、取得希望額を入札して固定シェア部分と同条件で優先的に取得することができた¹²⁴⁾。

部分的競争入札の導入後、シ団引受分の割合は60%から逡減して1990年10月に40%、2002年5月に25%、03年5月に20%、04年5月に15%、05年4月に10%となって入札部分の割合が逡増し、06年3月末にはシ団引受が廃止された。76年度に発行が始まった5年中期割引国債もシ団引受に依っていたが00年9月に発行が廃止された。

なお、市場参加者の意向を取り入れて国債管理政策を進めるべく、2000年9月に国債市場懇談会が、02年4月に国債投資家懇談会が、04年10月に国債市場特別参加者会合が、同年11月には国の債務管理の在り方に関する懇談会がそれぞれ始められた。

§4-5 公的部門の引き受けと売買

(a) 資金運用部

資金運用部の引き受けの推移は以下のとおりである。1970年代半ばまで、運用部は毎年度の発行国債の10~20%を引き受けて保有した¹²⁵⁾（表9参照）。73年の第1次石油ショック後に景気刺激策が採られて財政投融资が増加し、また郵便貯金がそれほど増えなかったこともあり（表10参照）、運用部の国債引き受けは大幅に減少した。

1978年6月に3年物利付国債の発行が始まった。このころ発行額の増加と債券価格の下落から金融機関保有国債の評価損・売却損が増大したため、シ団は資金運用部による引き受けを要求した。当時の運用部の資金繰りからは短期物が望ましかったため、79年3月に2年物利付国債を初めて発行し運用部が引き受けた。79年度には郵便貯金増のため運用部の資金に余裕が生じ、80年3月に4年物利付国債の全額を引き受けた¹²⁶⁾。

1979年5月に大蔵省が発表した国債管理策（「7項目対策」）は、シ団の負担軽減のために中期債の引き受け先をシ団から資金運用部に変更した。79年度には条件付き（現先）で買入れた国債を金融機関に売り戻したので、運用部による国債引受の増加とシ団引受の削減が可能となった。80年5月の新たな対策（「5項目対策」）でも運用部引受を増額したが、これは債券の会計処理に低価法¹²⁷⁾を選択していた銀行の償却負担を軽減することが目的であった。

1993、94年度は不況対策に財政投融资を利用したので資金運用部は原資不足となり、保

有国債がそれぞれ前年度より減少した。90年代後半には住宅金融公庫などへの融資、つまり財政投融资の支出、が増加しなかったため、運用部の国債保有は増大した。99年度以降は郵便貯金資金の減少などで運用部の国債保有は減少した。

1998年末には「運用部ショック」が発生した。すなわち、資金運用部からの政府系金融機関・特別会計・地方自治体への貸し出しが増加し、加えて、原資である郵便貯金の大量満期が近づいて将来の見通しが不透明であったので、国債の新規引受を行わず買い入れも停止する、との方針が98年末に出され金利が上昇した。99年2月に買い入れを再開したが、郵便貯金の大量満期で資金不足となった。98年6月には省庁改革基本法で政府資金の統合運用と預託制度が廃止された。2000年4月に売り現先での資金調達を開始し、01年3月には財政投融资改革に伴い国債買い入れを停止した。

資金運用部の売買の状況は次のとおりである。1978年1月から財政投融资の原資調達のために、運用部は保有国債を公募入札で市中に売却した¹²⁸⁾(表11a参照)。78年9月と79年3月に買い入れを行った¹²⁹⁾。79年6月にはロクイチ国債(78年度発行、クーポン6.1%)の価格が急落したので、市中から7,000億円の条件付き買い入れを行った。81年から83年にかけては財政投融资の原資不足から国債を売却した。

その後、郵便貯金増で1993年1月に市中からの買い切りが行われた。90年代後半は財政投融资の支出が増加しなかったため資金運用部の国債保有は増大したが、93、94の両年度のみは運用部の原資不足から保有国債がそれぞれ前年度より減少した。97年度に市中からの既発国債の買い入れが予算に計上され、運用部は5年以上の長期保有が可能になった¹³⁰⁾。2000年度末には前記のように国債買い入れを停止した。

このように、資金運用部の国債保有の増減は国債管理政策の下で決定され、また、財政投融资資金の過不足にも影響されていた。

(b) 国債整理基金

国債整理基金の資金は資金運用部への預託と国債保有形態での運用が認められていた。1968年度に国債整理基金特別会計法を改正し¹³¹⁾、前年度首の国債残高の1.6%の定率繰入、一般会計の剰余金の半分の繰入、予算で定める繰入の3種類によって減債基金を予め留保する減債基金制度を導入して、現行の国債整理基金の仕組みが整った。

国債整理基金は長期国債発行の再開後初めて1974年に国債の買い入れを行い¹³²⁾、76年5月には日本銀行保有分を条件付きで買い入れた¹³³⁾。その後も、前掲のロクイチ国債が暴落した79年6月に価格支持を試みて市中からの買い入れを行った(表11b参照)¹³⁴⁾。81年度には1兆円余を市中から買い入れ、そのほとんどを資金運用部に売却した。資金繰りに余裕があったので市況対策のために83、84、87、90、92年にも買い入れを行った。85年6月には償還財源の充実のために、TBの発行と借換債の前年度における前倒し発行を可能にする

戦後の公共債市場

表9 運用部の国債引受（実績，収入金ベース，単位 億円 %）

年 度	国債発行額 (A)	運用部引受 (B)	運用部引受率 (B/A)
1975	52,829	8,400	15.9
1976	72,007	10,138	14.1
1977	95,630	10,000	10.5
1978	106,760	(3,000) 3,000	2.8
1979	134,720	(11,641) 26,641	19.8
1980	141,702	(2,684) 39,684	28.0
1981	133,401	(2,940) 44,240	33.2
1982	152,599	37,000	24.2
1983	158,633	37,000	23.3
1984	160,115	37,850	23.6
1985	(194,598) 212,653	(60,551) 68,759	(31.1) 32.3
1986	(196,901) 227,435	(52,690) 69,358	(26.8) 30.5
1987	(218,823) 248,672	(50,413) 66,262	(23.0) 26.6
1988	(192,907) 210,986	(23,904) 31,120	(12.4) 14.7
1989	(197,920) 217,183	(21,918) 41,181	(11.1) 19.0
1990	(240,993) 259,652	(20,000) 38,659	(8.3) 14.9
1991	(243,330) 256,057	(10,870) 19,370	(4.5) 7.6
1992	(269,752) 310,329	(19,560) 55,910	(7.3) 18.0
1993	(331,309) 379,869	(30,231) 69,231	(9.1) 18.2
1994	(348,511) 393,717	(5,000) 22,000	(1.4) 5.6
1995	(425,628) 466,238	(33,507) 53,507	(7.9) 11.5
1996	(412,691) 483,007	(49,759) 89,760	(12.1) 18.6
1997	(429,531) 498,900	(48,000) 97,053	(11.2) 19.5
1998	(670,979) 764,310	(110,000) 152,459	(16.4) 19.9
1999	(710,500) 775,979	(—) 28,000	(0.0) 3.6
2000	(825,544) 862,737	(—) —	

注：上段（ ）内は日銀と運用部の乗換を除いた計数。
出所：大蔵省（各月）。

表 10 郵便貯金残高 (単位 兆円)

年 度	残 高	備 考
1971	9.7	
1975	24.6	
1980	62.0	定額郵貯へのシフト発生
1985	103.0	
1990	136.3	前半は定額郵貯の集中満期, 90 年度後半~91 年度は資金流入
1991	155.6	4 月郵貯預入限度 1000 万円に引上げ
1992	170.0	93 年 1 月金利先安感と定額郵貯金利新ルール決定から定額へのシフト最大
1993	183.5	6 月金利決定新ルール実施
1994	197.8	10 月金利自由化完了。秋, 定額郵貯への預替え
1995	213.4	以後 90 年代後半は低金利期で, 伸び鈍化
2000	249.9	00 年 9 月~01 年 7 月定額郵貯の集中満期到来

出所：日本銀行調査統計局（各年）。

表 11a 資金運用部の国債対市中売買 (単位 億円)

年 度	残 高	備 考
77	売 8,080	
78	買 6,388, 売 3,000	
81	売 7,149	※
82	売 12,611	
83	売 7,620	※ (財投の原資不足)
85		5 月中期国債の直接発行を引受
90		乗換による借換の一部停止
92	買 3,208	
93	買 5,732, 売 3,049	92~93 年度に財政投融资資金を不況対策に使用
94	売 1,915,	財投拡大で, 資金運用部原資不足
96	買 18,196	
97	買 24,221	
98		公的金融の買越が最大。97 年度とともに, 財投のスリム化が目標とされ, 計画外運用 (国債) が増加。
99		買越急減。保有減 (郵貯大量満期で運用部資金不足)
2000		保有減。売り操作 (郵貯大量満期で運用部資金不足)

注：※印は整理基金の売買と逆。ただし引受額は増えているから保有比は増加。

98 年度以後データなし。買い切り, 売り切りのみ。

出所：野村総合研究所（各年）、戸原（2001）。

戦後の公共債市場

べく、国債整理基金特別会計法が改正された。

これらの買い入れの影響を調べるために、入札日において入札で決まる買い入れ価格とその日の市場価格の終値を比較すると表 11c のとおりであり、かなりのケースで市場価格よりも高く買い入れがなされている。入札であるから資金運用部と国債整理基金の意図がどこまで入っているかが分からず、また入札時刻の市場価格がいくらであったかも不明で、大まかな傾向がうかがえるだけであるが、結果として市場価格よりも高く買い入れているケースが多くあり、市場に介入して買い支える¹³⁵⁾ という効果を持ちえたことは否定できないであろう。

(c) 郵便貯金資金と簡易生命保険資金

表 12a, b によれば郵便貯金と簡易生命保険の両資金の国債保有シェアは時間の経過とともに逡増傾向にあり、両者の合計は 5% 未満 (1991 年まで)、10% 未満 (95 年まで)、10% 台 (96 年以降) と変化している。

郵便貯金資金は 1987 年 5 月に金融自由化対策資金として自主運用を開始した (表 12a 参照)。その半額以上で新発国債を引き受け、他に既発国債・地方債・政府機関債・金融債などを市場で買い入れて¹³⁶⁾、長期保有を原則としたが売買も行った。89 年度には指定単 (単独運用指定金銭信託) での運用を開始した。郵便貯金資金の国債保有シェアは 95 年まで 5% 未満、95 年以降は 5% 以上であった (前掲表 8 参照)。90 年代半ばからシェアが増加したのは、金融自由化対策資金による自主運用の枠が 92 年度に拡大したこと、円高で外債の含み損が発生したので外債への投資を抑制したことなどによる¹³⁷⁾。

簡易生命保険資金は 1953 年から積立金の自主運用を行った (表 12b 参照)。財政投融资

表 11b 整理基金の国債対市中売買 (単位 億円)

年 (月)	売 買 内 容
1974 年 12 月	買 200
1979 年 6 月	買 3,156 (ロクイチ国債の価格支持)
1979 年度	買 5,291
1980 年度	買 16,269 (相場てこ入れの効果持たず)
1981 年度	買 12,027 (市況悪化の対策。資金運用部へ売却)
1982 年度	売 4,545 (基金の資金繰りのため)
1983 年度	買 3,293 (基金の資金繰りのため)
1984 年度	買 7,519 (市況対策)
1987 年度	買 9,186
1990 年 1-2 月	買 NA
1992 年 4 月	買 NA

注：買い切り、売り切りのみ。

出所：野村総合研究所 (各年)、「読売新聞」1974 年 11 月 30 日。

表 11c 運用部・整理基金の国債買い切り状況

入札日	銘柄	買入価格(円)	市場価格(当日の終値, 円)
78. 9. 7	4	102.75	102.45 &
79. 3. 22	8	97.61	98.20
79. 5. 31	10	87.45	87.40 &
80. 2. 29	11	82.20	82.17 &
80. 3. 6	八7	96.50	97.20
80. 10. 20	八7	98.03	98.06
80. 10. 27	八12	98.24	98.02 &
80. 10. 30	13	84.48	84.44 &
80. 11. 6	八7	98.56	98.60
80. 11. 10	八7	98.65	98.06 &
80. 11. 17	八7	98.33	98.06 &
81. 5. 11	21	96.28	96.39
81. 8. 27	八7	97.63	98.21
81. 9. 2	八11	97.32	97.27 &
81. 9. 8	八11	98.10	97.84 &
81. 10. 21	八11	98.45	98.46
82. 1. 20	23	98.29	98.23 &
82. 1. 26	23	97.82	97.71 &
82. 1. 29	23	98.15	98.28
82. 2. 16	23	97.77	97.72 &
83. 4. 22	45	97.46	97.35 &
83. 6. 27	46	97.60	97.21 &
83. 11. 11	46	99.15	98.90 &
84. 5. 8	53	101.09	101.11
84. 5. 10	53	101.05	100.98 &
84. 5. 16	53	101.08	100.95 &
84. 5. 18	55	100.21	100.16 &
84. 7. 19	55	100.00	100.13
84. 7. 23	55	99.80	99.65 &
84. 7. 24	59	97.29	99.65
84. 7. 25	59	97.54	99.76
85. 2. 26	59	101.99	102.25
85. 2. 27	63	100.33	100.09 &
85. 2. 28	63	99.94	100.09
87. 7. 17	99	97.60	98.00
87. 7. 20	100	91.84	91.19 &
87. 7. 22	95	101.98	101.65 &
87. 7. 24	90	100.76	100.97
87. 7. 28	90	100.84	100.61 &
87. 8. 11	90	97.78	97.31 &
87. 8. 18	95	97.97	98.09
87. 8. 21	90	100.60	100.18 &

注：初めの2回のみ運用部，それ以外は整理基金。銘柄の特記以外は利付国債の回数。八*は8分利国債第*回を示す。&印は買入価格が市価より高いことを示す。本表記載以外のデータは採集できない。

出所：野村総合研究所（各年）1983, 1985, 1989年。

戦後の公共債市場

計画協力分として政府関係機関債などの引き受けが多く、他に国債・地方債などを市場で買入れた¹³⁸⁾。87年9月に指定単での運用を始め、91年度には郵便年金を統合した。2000年度で国債は全資産残高の約2割を占めていた。簡易生命保険資金の国債保有シェアは、97年度までは5%未満、98年度からは5%以上であった(表8参照)。90年代前半から急増したのは、外債の含み損発生のため外債投資を抑制したこと、また、株式相場の低迷と社債発行条件の悪化で株式・社債への投資を控えたことなどによる¹³⁹⁾。

表 12a 郵便貯金の自主運用と
国債引受 (単位 兆円)

年 度	自主運用残高	引受額
1987	2	1
1988	4.5	1.25
1989	7.5	1.5
1990	11	1.65
1991	15	2.1
1992	20.4	2.38
1993	25.2	2.38
1994	30.2	2.22
1995	35.2	2.19
1996	40.2	2.5
1997	45.7	2.75
1998	55.2	4.75
1999	58.9	2.75
2000	57.4	0

出所：郵貯資金研究協会 (2003, 2007)。

(d) 日本銀行
§2で述べたように、1962年11月に日本銀行は新金融調節方式を開始した。67年から長期利付国債の買切オペを始めて、以後は国債をオペの主要対象とした。70年代後半からのオペの状況は表13aに示されており、その方式は様々に変更された。77年12月に日本銀行によるオペ額割当方式から金融機関の希望する額による方式に変え、78年1月にはオペ価格を弾力的に定めた。同年6月に入札方式を導入するとともに¹⁴⁰⁾、オペを2~3回に分けて実施する小刻みオペを採用、12月には従来の単一価格によるダッチ方式での買い入れを複数価格によるコンベンショナル方式に変更した。79年には入札

表 12b 簡易保険の資産運用 (単位 十億円)

年 度	積立金総額	地 方 債	国 債	公社債・金融債	社債・株式
1953	109	1	1	—	0
1960	628	0	34	26	0
1965	1,133	4	29	261	10
1970	2,124	22	15	652	1
1975	5,557	88	63	2,004	113
1980	13,336	992	7	4,872	700
1985	25,716	2,862	395	8,138	2,950
1990	44,923	3,418	321	14,827	5,653
1995	82,617	4,953	7,479	24,788	7,881
2000	115,593	7,461	27,352	23,874	*3,535

注：*は株式を含まない。

出所：大蔵省 (各月)、郵貯資金研究協会 (2003)。

表 13a 日銀の買い切りオペ (単位 億円)

年 度	買い切りオペ	備 考
1978	11,167	
1980	7,056	
1985	5,440	
1989	21,308	買オペ頻繁, 輪番オペの 1 回あたり額を倍増 買オペ頻繁
1990	23,352	
1995	45,537	
2000	48,110	
2002	136,269	

注：売オペはなし。新規債引受なし。

保有額の変化はオペ（買い切りと現先）と乗り換えを反映している。

出所：野村総合研究所（各年）。

表 13b 日銀の乗り換えによる引受額
(実績ベース, 単位 兆円)

年 度	引 受 額
1975	0.4
1980	0
1985	1
1990	0
1995	2.1
2000	4.2

注：89, 90 年度は乗り換えによる借り換えを停止。

出所：郵貯資金研究協会（2003）。

の通知から落札までの期間を短縮するオペの機動化をはかり、同年 6 月にその期間を 1 日とするクイック・オペを導入した。84 年 6 月にごく少数の銀行や証券会社を対象とし対象先を順番に変えながら実施する輪番（小口）オペを始め、87 年 12 月から長期利付国債の現先買いオペを実施、97 年 11 月に国債の現金担保付き貸借取引（レポ）市場におけるオペ（レポ・オペ、国債借入れオペ）を導入した。これらのオペは長期的な資金供給という政策目的に沿うものである。なお 2002 年 11 月には新現先方式による国債現先オペを導入し、レポ・オペを廃止した。

オペ以外に満期になった国債を再度引き受ける乗り換え¹⁴¹⁾も行った。1999 年度まで満期を迎えた長期国債は同じ長期国債で借り換えてきた。2000 年度以後は 1 年物割引短期国債で借換引受が行われた（表 13b 参照）。

日本銀行の国債保有シェアは 20～30%（1970 年代半ばまで）、10% 台（70 年代後半）、10

戦後の公共債市場

% 未満 (80 年代～90 年代半ば)¹⁴²⁾ と推移している (前掲表 8 参照)。日本銀行は新規債の引き受けを行わないから、これらは買切オペと現先オペの合計と満期償還分を反映している。

(e) 共済組合

共済組合には国家公務員共済組合連合会と各省庁の共済組合、地方公務員共済組合連合会と各種の地方公務員共済組合、日本私学振興・共済事業団、農林漁業団体職員共済組合があり、年金の積立金の運用を行う。資金運用部への預託¹⁴³⁾ や政府保証債の引き受け¹⁴⁴⁾ など財投協力が一部あるが原則として自主運用する¹⁴⁵⁾。野村総合研究所 (各年)¹⁴⁶⁾ によればかなり売買しているが、これだけ頻繁であると価格変化に対応して行っているのではないかと考えられる。

§5 その他の債券

利付金融債 (利金債) は長期信用銀行などが発行し、都市銀行などが買い入れた。1963 年に日本銀行の債券条件付きオペの対象となり、国債発行再開後の 66 年 2 月にオペ対象から外れた。都銀などは国債の引き受けで資金の余裕がなくなったので市場で利金債などを売却し、機関投資家・中小金融機関・法人などがこれを買入れた。発行条件は 70 年代半ば以降、流通市場の実勢を反映するようになった。利金債は 60 年代後半において流通市場の主役であり、90 年代末まで多く取引された。

1970 年代前半以降 90 年代まで流通市場の中心であったのが、59 年度に導入された縁故地方債である。60 年代半ばから売買高で公募地方債を上回り (前掲表 4 参照)、70 年代半ばからは大量発行されて、引き受けていた地方銀行が大量売却を行った。70 年代後半には縁故債は金融機関単独での応募、またはシ団による総額引受が行われ、他方、公募債は銀行と大手証券会社によるシ団引受がなされた。発行額の増加につれて縁故債は単独引受が困難になり、シ団引受が多くなって公募債の引受形態に近づいた。資金運用部も地方債の引き受けと買支えを行った¹⁴⁷⁾。90 年代には東京都債が全公募地方債の約 1/3 を占めた。

§6 おわりに

本稿では、政保債と国債の引き受けを中心に債券発行・流通市場の動きを概観した。戦前の公共債のケースと同様に公共部門がかなりの役割を担ってプレゼンスを増しており、市場、とりわけ債券流通市場が経済的合理性を貫徹して「市場」としての役割を十分に果たしてきたか、また果たしているか、については必ずしも疑問なしとしない。

附記 本稿は 2014 年度 東京経済大学 個人研究助成費（研究番号 14-09）による研究成果の一部である。

注

- 1) 本稿は釜江（2007・2008, および 2012 の第 8 章）に加筆してより詳細な説明を試みるものである。
- 2) 戦後初の公募地方債は 46 年 12 月発行の東京都教育公債である。有沢（1978）p. 440 参照。
- 3) 国債の所有者, 実行日などが個別に指示される。加藤（1983）p. 751 参照。
- 4) 額面金額から支払い期の到来した賦札（元利の支払いを割賦の方法で行う国債の 1 回の支払額を表す）の元金額を差し引いた金額で買い上げる。小口国債の買上償還は 50 年 4 月から 9 月まで行われた。加藤（1983）p. 739, 752 参照。また, この制度の源である日本銀行による小口国債の買い入れは 42 年から行われていた。日本銀行百年史編纂委員会（1984）第 4 巻 p. 250 参照。
- 5) 「小口国債の買上げ〔償還 - 釜江〕が不振であったため, ……銘柄整理のための繰上償還を実施することになり」（加藤（1983）p. 751）, また「記名国債証券の買上償還は買上を必要とする旨の証明書がある証券について」（日本銀行国債事務例規集（代理店用）の 630「記名国債証券の買上償還」, 631「買上償還代金の支払い」）行うとの説明があり, 買上償還は保有者が望む場合のみになされるのに対し, 繰上償還は全保有者を対象にして保有者の意志とは無関係に行われる, と考えられる。
- 6) 石・油井（1997）p. 81, 日本銀行業務局（2015）参照。
- 7) 野村証券引受部（1979）p. 42 参照。
- 8) なお, 金融債（興業債）の発行は戦後すぐも続き, 46 年 3 月に戦後初の公募金融債を発行した。日本興業銀行は債券発行による長期金融機関として再発足（1948 年 12 月）した後 49 年 1 月から割引債を, 同年 9 月から利付債をそれぞれ発行した。日本興業銀行（1982）p. 109, 128 参照。他に, 商工組合中央金庫・農林中央金庫（ともに 50 年に債券発行を再開）, 新設の日本長期信用銀行（52 年発行開始）・日本不動産銀行（57 年発行開始）が, 外国為替専門銀行に転換した東京銀行（旧横浜正金銀行, 62 年発行開始）とともに金融債を発行した。なお, 東京銀行は 51 年 2 月に 1 度だけ 1 年物割引債を発行したことがある。日本証券経済研究所（1989）p. 275 参照。
- 9) 対象となる銘柄が徐々に削減され, かつオベの対象となる債券が市場に少なくなったことから 51 年 10 月に廃止された。菅谷（1978）p. 214 参照。
- 10) 「法人に対する政府の財政援助に関する法律」（昭和 21 年 9 月 25 日法律第 24 号）で一般的に禁止されており, 例外的に大蔵大臣の指定する法人は発行可能であった。林（1978）p. 260 参照。なお, 戦後初の政保債は 45 年 9 月発行の更正債券である。山一証券（1958）p. 936 参照。更正債券は中小の転廃業者対策を行う国民更正金庫（41 年発足）が発行していた。
- 11) 北海道東北開発, 公営企業金融, 中小企業金融の各公庫と日本住宅, 日本道路, 首都高速道路, 阪神高速道路, 水資源開発の各公団, および電源開発, 東北開発, 日本航空, 日本航空機製造, 石油資源開発の各株式会社。石・油井（1997）p. 256 参照。
- 12) 石・油井（1997）p. 25 参照。

戦後の公共債市場

- 13) 大蔵省理財局総務課長（編）（各年）（1982） p.86 参照。
- 14) 日本興業銀行は 52 年公布の長期信用銀行法に基づく銀行となった。
- 15) 一定の時間・場所に集団で集まり、一定の方法で売る。東京証券取引所（1963） p.98, 東京証券業協会（1951） p.169-174, 志村（1980） p.189 参照。
- 16) 東京証券取引所（1963） p.318 参照。
- 17) 志村（1980） p.90, 115 参照。
- 18) 東京証券業協会（1971） p.73 参照。56 年 8 月に解散した。
- 19) 気配値を報告し合う。大手証券 4 社も 46 年 5 月から参加した。東京証券取引所（1974） p.95, 志村（1980） p.189 参照。
- 20) 東京証券取引所（1974） p.95, 東京才取会員協会（1975） p.160 参照。
- 21) 金利規制を受けなかったコール資金はレートが高くなり、債券流通金融としての機能が妨げられた。東京証券取引所（1974） p.253 参照。
- 22) 日本証券業協会（1966）参照。
- 23) 野田（1966） p.57, 日本銀行金融研究所（1986） p.452 参照。
- 24) 日本銀行調査局（1971） p.140, 日本銀行金融研究所（1986） p.451, 東京証券取引所（1974） p.418-19, 野村證券（1976） p.591-92 参照。
- 25) 50 年から 3 年以上物, 57 年からは割引債もそれぞれ対象とした。志村（1980） p.184 参照。
- 26) 日本銀行金融研究所（1986） p.391-93 参照。
- 27) 「読売新聞」1951 年 4 月 1 日, 1952 年 11 月 5 日, 「朝日新聞」1952 年 5 月 18 日参照。
- 28) 発行額に占める引受の比率は徐々に低下し, 需給緩和には大きな影響を与えなかった。菅谷（1978） p.242 参照。
- 29) 日本興業銀行（1982） p.351 参照。
- 30) 日本興業銀行（1982） p.549 参照。
- 31) 日本興業銀行（1982） p.142, 222, 745, 947 参照。
- 32) 「日本経済新聞」1994 年 2 月 16 日参照。
- 33) 「朝日新聞」1957 年 9 月 2 日, 1965 年 8 月 24 日, 「日本経済新聞」1988 年 7 月 20 日参照。
- 34) つまり, 特定分野へ投融資を行うといった特別の目的を持たないで単に資金運用するということであろう。これは日本興業銀行の担当者の見方である。「日経金融新聞」1997 年 6 月 20 日参照。
- 35) 「日本経済新聞」1997 年 6 月 20 日参照。
- 36) 釜江（2012）第 8 章第 4 節参照。
- 37) 59 年の政保債組み入れ額は約 50 億円であった。大和証券（1963） p.463 参照。
- 38) 野田（1966） p.57, 日本銀行金融研究所（1986） p.452 参照。70 年代末以降, 債券オベの対象にはなっていなかったとみられるが（日本銀行「政策委員会・金融政策決定会合議事録 99 年 3 月 25 日分」参照）, 近年は共通担保資金供給オベで担保として用いられている。日本銀行 HP「オペレーション（公開市場操作）にはどのような種類がありますか」, 「日経金融新聞」91 年 6 月 16 日参照。
- 39) 「朝日新聞」1953 年 8 月 1 日参照。
- 40) 石・油井（1997） p.25, 85-88, 276-84, 志村（1980） p.187, 220-24 参照。
- 41) 龍（1968） p.121 参照。

- 42) 引受シ団を構成した都市銀行は第一、帝国（54年三井に改称）、三菱、富士、住友、三和、大和、東京、東海、神戸、日本勧業、協和の12行、長期信用銀行は日本興業と日本長期信用、信託銀行は三井、三菱、住友、安田、日本、第一の各行であった。
- 43) 保険会社は証券会社からは買い入れた。山中（1986）p. 443 参照。
- 44) 北海道拓殖銀行は55年11月に都市銀行となった。
- 45) 「シ団参加は義務も生じるが将来に有利」との判断があった。全国地方銀行協会（1988）p. 210 参照。なお、65年頃の鉄道債券と電信電話債券の地銀代表は静岡、八十二、群馬、埼玉の各行（石・油井（1997）p. 368）、95年の国鉄清算事業団債のそれは横浜、静岡、足利、山口、北陸の各行（野村総合研究所（各年）1995年参照）であった。
- 46) 引受分担率が業態内で違いがあったのは、データが利用可能な鉄道債については次のとおりである。長期信用銀行の日本興業銀行（4.1%）と日本長期信用銀行（0.5%）、信託銀行の三井他大手4行（各0.7%）と日本信託銀行（0.3%）と第一信託銀行（0.2%）。表3bと中西（1965）p. 12 参照。
- 47) 日本興業銀行（1982）p. 568、全国地方銀行協会（1988）p. 214、中西（1965）、石・油井（1997）p. 274 参照。
- 48) または（狭義の）別口引受とも呼ぶ。志村（1980）p. 224、石・油井（1997）p. 278、後藤（1982）p. 60 参照。
- 49) 日本航空債（53年10月設立、56年5月発行開始）が5億円のうち0.3億円、電源開発債（52年9月設立、56年9月発行開始）は30億円のうち4.6億円がそれぞれ売れ残りとなった。「読売新聞」1956年9月27日参照。
- 50) 日本銀行の適格担保制度の下で貸し出しの担保として優遇される社債を選定していた適格担保社債事前審査制度が55年12月に廃止された。社債の起債銘柄・格付基準と格付別の起債額・発行条件を決めていた起債懇談会（起債調整協議会から分離して49年6月開設、大蔵省、地方自治庁、経済安定本部、日本銀行、銀行・証券会社の代表で構成）は56年7月に活動を休止し、8月から発行会社・引受証券会社・受託銀行の話し合いで発行条件が決められるようになった。
- 51) 大和証券（1963）p. 406 参照。
- 52) 57年4月の30億円の発行額中、12億円が別口であった。大和証券（1963）p. 407 参照。
- 53) 志村（1980）p. 223 参照。
- 54) 日本銀行（各月）1956年11月の「国内経済事情」欄参照。なお、この方法は戦前の親引的なものであった。親引とは、公開された証券全部を公募としないで、その一部を引受会社自身が引き取る、あるいは特定の取引先などに譲渡すると約束する方法であった。竹内（1956）p. 91 参照。
- 55) 後藤（1982）p. 60 参照。
- 56) コール・レートが低下しなかったため銀行が消化に消極的となり、応募者利回りの低い政保債は順調に消化されたが、そのしわ寄せで一般事業債に10億円程度の売れ残りが生じた。日本銀行（各月）1959年5月、p. 23-24 参照。
- 57) 公募分の計算法は次のとおり。(1) シ団外への販売が発行額の22%以下の場合、シ団外販売分とシ団銀行応募分（22%）の合計、(2) シ団外への販売が発行額の22%超の場合、シ団銀行はシ団外販売と同額になるまで追加応募し、それらの合計。全国地方銀行協会（1988）

戦後の公共債市場

- p. 214 参照。
- 58) 表 3b および石・油井 (1997) p. 273, 志村 (1980) p. 223 参照。
- 59) 日本興業銀行 (1982) p. 568 参照。
- 60) たとえば「読売新聞」1962年7月5日参照。
- 61) 志村 (1980) p. 223 参照。なお1982年時点でもこの方式は存続していた。野村総合研究所 (各年) 1978年 p. 243, 後藤 (1982) p. 60 参照。
- 62) 石・油井 (1997) p. 278 参照。
- 63) 志村 (1980) p. 224, 日本銀行 (各月) 1967年6月 p. 47 参照。66年に国債の発行が開始され証券会社も募集残の引受責任を負ったので、政保債にも少し遅れて同様の措置がとられたのであろう。なお、崎谷 (1967, p. 9) は「発行条件はこれまで……低位におかれており、かつ、市場性に乏しいため、……証券会社は引受責任額を分担していなかった。[昭和] 42年度は政府保証債の大幅起債増の消化に協力するため……引受責任額として分担することになった」([] 内は釜江) としているが、表 1 に示すように対前年で大幅起債増があったのは66年度であり、67年度は減少している。
- 64) 日本経済新聞社 (1987) p. 96 参照。
- 65) 後藤 (1982) p. 62 参照。
- 66) 「日経金融新聞」1994年6月24日, 96年3月27日, 98年9月28日参照。
- 67) 「日経金融新聞」1998年4月21日参照。
- 68) 石・油井 (1997) p. 279, 「読売新聞」1963年1月15日参照。
- 69) 農林共済の場合、農林漁業団体職員共済組合の財務及び会計に関する農林省令で、責任準備金の1/3を政保債で運用することが義務づけられた。地方公務員共済連合会には地方公務員等共済組合法施行令で、積立金の30%から資金運用部預託分を差し引いた金額を地方債か公営企業金融公庫債 (後述) で運用することを義務づけた。日本私学振興財団は日本私学振興財団の財務及び会計に関する文部省令で、長期勘定資産増加額の1/3を政保債で運用することが義務づけられた。これらは現行規程である。
- 70) 東京相互銀行と日本相互銀行が代表としてシ団に加盟し、引受分は全72行が資金量により按分した。第二地方銀行協会 (2002) p. 588 参照。
- 71) 代表として全国信用金庫連合会、ないしこれと城南信用金庫が加わる。後藤 (1982) p. 61, 野村総合研究所 (各年) 1978年, p. 249 参照。
- 72) 暫定的に基金の年金資産のうち代行相当部分の1/3が政保債に割り当てられた。りそな企業年金研究所 (2014) p. 3 参照。
- 73) 日本経済新聞社 (編) (1987c) p. 100 参照。
- 74) 「読売新聞」1952年11月5日, 「日経金融新聞」1997年6月24日参照。
- 75) 「日経金融新聞」1997年6月24日参照。
- 76) かんぽ生命へのヒアリングによれば、簡易生命保険積立金の運用法の改正により簡易生命保険資金が政保債を含む公庫債などを運用できるようになったのは55年度、同じく公団債などを運用できるようになったのは61年度、預金保険機構債他全ての政保債を対象とするようになったのは2001年度である。
- 77) 「日本経済新聞」1982年4月26日, 「日経産業新聞」1982年5月21日参照。
- 78) かんぽ生命へのヒアリングによる。

- 79) 同じくヒアリングによる。90年頃に情報ベンダーの端末が整備され、ディーリング・ルームなども整った。
- 80) 「日経金融新聞」1994年6月20日, 同月24日, 野村総合研究所(各年)1995年参照。
- 81) 1946年度発行の3分半利国庫債券以来の歳入補填債である。
- 82) 北村(1979) p. 101 参照。
- 83) 金融制度調査会の答申は, 今後の国債発行額が政保債より多くなることを考慮してシ団メンバーの範囲を広げるべきである, と提言した。これに対して証券取引審議会は, シ団は募集引受者(アンダーライター)により構成されるべきであるとして, 応募引受者の参加には消極的であった。日本興業銀行(1982) p. 757, 山中(1986) p. 444, 「朝日新聞」1965年11月12日参照。
- 84) 国債では国の委託を受けて日本銀行が起債, 償還などの事務を行っていた。
- 85) 石・油井(1997) p. 373, 日本興業銀行(1982) p. 758, 石・田近・油井(1997) p. 349-50, 352 参照。なお, 分担率を資金量に応じて決める理由として, 「メンバーの協力態勢を合理的にする」ことが金融制度調査会の答申(65年11月)にあげられている。日本興業銀行(1982) p. 758 参照。
- 86) 「日本経済新聞」1983年2月11日, 山元(1983) p. 41 参照。
- 87) 「読売新聞」1967年1月20日, 「日本経済新聞」1977年11月21日参照。
- 88) 日本経済新聞社(編)(1979) p. 38 参照。
- 89) 77年2月の衆議院予算委員会で当時の大蔵省理財局長は「銀行について売買禁止しているという事実は全くない」と述べ, さらに4月の同委員会で「金融機関が売るか売らないかは, それぞれの資金ポジションに応じて自主的に判断するべきことである」と答弁した。釜江(2004) 第1章参照。
- 90) 後述 §4-5 (a) 参照。
- 91) §4-5 (a) 参照。
- 92) 89-92年度は中断。
- 93) 直接発行。
- 94) 99年4月に大蔵省証券・食糧証券・外国為替資金証券が統合され3か月物になった。
- 95) 発行額が少なく, また中期債であるという特殊ケースであったため, 入札が可能であったのであろう。館(1978) p. 382 参照。
- 96) 浜田(1997) p. 59, および野村総合研究所(各年)の「割引国債引受機構」参照。
- 97) 81~82年にかけて爆発的に売れたこともあったほどで, 82年度まで全額を証券会社がシ団外で消化し, シ団引受は実質的にはなかった。83年10月に窓口販売が開始され, 銀行なども取り扱うようになった。大蔵省理財局総務課長(編)(各年)(1982) p. 44, 同(1984) p. 50, 「日本経済新聞」1983年4月17日参照。
- 98) 中期国債の組み入れ比率は当初50%以上であったが, 89年3月以降30%になった。87年度の中期国債の現存額は12兆円, 中期国債ファンドの残高は6兆円で, その50%とすると3兆円が組み入れられていたと推定される。
- 99) 「日本経済新聞」1978年4月13日, 日本銀行調査局(各月)1978年2月 p. 25 参照。
- 100) 「日本経済新聞」1978年5月4日, 日本銀行調査局(各月)1978年7月 p. 22 参照。なお, 当初の割り当て方式から金融機関の希望に応じて国債を買い上げる方式に77年12月に改めて

戦後の公共債市場

- いた。「日本経済新聞」1977年11月21日参照。
- 101) 60年代後半以降にも短資会社へ現先で、再転売禁止の条件付きで売却は行われた。日本経済新聞社(1987b) p.172 参照。
 - 102) 資金運用部と日本銀行のこれらの行動については後記 §4 参照。
 - 103) なお、81年6月には80年度の出納整理期間分の発行は行われたが、81年度分は休債した。
 - 104) 81年の3か月間の休債は、大蔵省に従来のような発行政策をとりつづけることはできないとの認識を与え、画期的であった。「日本経済新聞」1985年6月13日参照。
 - 105) 手数料については釜江(2012)の第8章 §3-4 で説明している。
 - 106) 89年4月に信託銀行の代表者(幹事会社)が従来の1行(信託協会の会長行)から2行(副会長行も)になった。「日経金融新聞」1989年2月23日参照。
 - 107) 地方銀行の幹事会社は当初、静岡、埼玉、横浜、北陸、足利の5行であった。2000年度でも5社であるが内訳は不明である。全国地方銀行協会(1988) p.288 参照。
 - 108) 相互銀行・信用金庫は参加しなくても消化の要請があることと参加すると引受手数料が入ることなどにより、農林中央金庫は資金の運用難であったことにより、それぞれ参加した。「日本経済新聞」1965年12月2日参照。相互銀行は代表として東京相互銀行がシ団に入った。第二地方銀行協会(2002) p.581 参照。
 - 109) 生命保険会社は、金融機関としての格を上げうることと公債発行について発言権が持てることから参加を決めた。山中(1986) p.445 参照。代表として生保協会会長会社(当時は朝日生命)がシ団に入った。日本生命(1992) p.268 参照。
 - 110) 証券団代表者(幹事)は当初大手4社、74年4月に6社(新日本証券と日本勧業角丸証券が加わる)、89年4月にプラス1社(国際証券、和光証券、三洋証券が持ち回りで担当)で7社となった。日本銀行調査局(各月)1974年4月、p.36、大蔵省理財局総務課長(編)(各年)76年版、p.35、「日経金融新聞」1989年2月23日参照。
 - 111) 石・油井(1997) p.373 参照。
 - 112) 当初、世話人会は各業態の代表10名で構成された。日本生命(1992) p.268、北村(1979) p.98、鈴木(編)(1982) p.57 参照。
 - 113) 支店開設後5年以上経過していることなどの条件が必要であったが、これらの条件は87年10月に撤廃された。「日本経済新聞」1987年10月11日。
 - 114) 89年4月からソロモン・ブラザーズなど4社が幹事となった。「日経金融新聞」1988年9月7日参照。
 - 115) 石・油井(1997) p.502 参照。
 - 116) 松野(1983) p.114、米沢(1986) p.59、中川(1992) p.58、浜田(1997) p.66 参照。
 - 117) 釜江(2004)第2章第2節参照。
 - 118) 野村総合研究所(各年)、「日本経済新聞」1992年2月17日、92年3月3日、94年8月5日参照。なお、02年度以降の割合は未公表。
 - 119) 証券政策研究会(1978) p.14 参照。
 - 120) 低い利回り(=高い価格)の入札者は高い利回りの入札者よりも落札の可能性は高くなるが、高値で購入しなければならないリスクが生じるので(「勝者の災い」、応募者はなるべく低い価格で消極的に入札することになる。釜江(2004) p.148 参照。
 - 121) 日本証券業協会(各月)2000年6月号の「平成11年度の公社債市場」p.52 参照。

- 122) ダッチ方式ではクーポン・レートは発行者が予め設定するのではなく、入札結果に基づき事後的に設定され、入札結果が市場実勢と乖離するという問題点があった。浜田 (1997) p. 81, 釜江 (2004) p. 149 参照。
- 123) 前記の 3 年利付国債と同様の理由で利回りでのダッチ方式が採用された。
- 124) 釜江 (2004) 第 3 章第 3 節参照。
- 125) 引き受けは財政投融资計画作成時と追加時に決まる。金沢・金子 (2004) の各年度の説明参照。また、国債は国民の貯蓄を借りるのであるから、郵便貯金や資金運用部資金が引き受けるのは当然であるとの考え方があった。石・油井 (1997) p. 537 参照。
- 126) 釜江 (2004) p. 153 参照。
- 127) 市場価格が下がり簿価よりも安くなると含み損が発生し、償却が必要になる。低価法は取得価格と市場価格のどちらか低い方で評価する方法で、80 年 3 月期からこれと取得価格で評価する原価法との選択制になっていた。日本経済新聞社 (1987a) p. 253 参照。なお、戦前の 1932 年以降も時価ではない国債標準価格での評価が認められていた。
- 128) 「日本経済新聞」1977 年 12 月 27 日参照。
- 129) 国債の価格支持を行ったとする見方もある。内閣審議室 (1981) p. 251, 渡瀬 (2007) p. 22 参照。なお 78 年後半には発行額の大幅減額があった。
- 130) 前記のように、予算に計上しないで買い入れる債券の保有期間は 5 年未満であるべきという制約が法律上付されていた。「日本経済新聞」1997 年 6 月 24 日参照。
- 131) 改正前にも、前々年度首の国債残高の 1.16% の定率繰入と一般会計の剰余金の半分の繰入が規定されていたが、定率繰入は 32 年度以降 1.16% の 1/3 となっていてかつ 61 年度以降は停止され、後者の繰入は 64 年度が剰余金の 1/5 とされていた。石・油井 (1997) p. 555 参照。
- 132) 「読売新聞」1974 年 11 月 30 日参照。
- 133) 釜江 (2004) p. 21 参照。
- 134) 黒田 (2004) p. 554 参照。
- 135) 「日本経済新聞」1980 年 11 月 17 日参照。
- 136) 「日本経済新聞」1987 年 5 月 23 日, 1999 年 5 月 30 日, 「日経金融新聞」1998 年 6 月 2 日, 「読売新聞」1987 年 6 月 26 日参照。
- 137) 「日本経済新聞」1991 年 12 月 28 日, 1994 年 7 月 30 日参照。
- 138) 「日経産業新聞」1982 年 5 月 21 日参照。
- 139) 「日本経済新聞」1995 年 4 月 4 日参照。
- 140) 「日本経済新聞」1978 年 4 月 13 日, 同年 5 月 4 日参照。
- 141) 乗り換えは 85 年以前にはシ団メンバーの金融機関も行っていましたが、その後は日本銀行と資金運用部のみが行った。中川 (1992) p. 275, 「日本経済新聞」1984 年 11 月 25 日, 1989 年 12 月 22 日参照。
- 142) 特に 81~88 年において前年よりも減額しているが、とりたててこれを説明できる要因はなく、日本銀行の政策判断に依ると見るのが適当であろう。
- 143) 国家公務員共済組合連合会と地方公務員共済組合連合会を構成する一部の共済組合には国家公務員共済組合施行令第 9 条と地方公務員共済組合連合会施行令第 21 条の 3 で、積立金の一部分を資金運用部に預託することが義務づけられている。
- 144) §3 に前掲。

戦後の公共債市場

- 145) 「日本経済新聞」1993年2月9日参照。
146) 野村総合研究所（各年）1983年版, p.334 参照。
147) 「朝日新聞」1973年5月16日参照。

参考文献

- 浅見審三（1966）『戦後の短資市場』金融財政事情研究会。
有沢広巳（監修）（1978）『証券百年史』日本経済新聞社。
池上岳彦（1987）「地方債制度の歴史的沿革」（地方債問題研究会（編）『郵貯・簡保資金と地方債』全通信労働組合中央本部）。
石弘光・油井雄二（1997）「国債」（大蔵省財政史室『昭和財政史昭和27-48年度 国債』）東洋経済新報社。
——・田近栄治・——（1997）「資料3」（大蔵省財政史室『昭和財政史昭和27-48年度 資料3』）東洋経済新報社。
石塚一正（1958）『証券』有斐閣。
伊藤光雄（2003）「簡保資金と金融市場」『経済科学論集』3月。
井上敏夫（1957）「昭和金融史」（日本銀行調査局編（1970）『日本金融史資料 昭和編27』大蔵省印刷局）。
岩田一政（1998）「財政投融资制度の将来」岩田・深尾（編）『財政投融资制度の経済分析』日本経済新聞社。
梅原英治（1980）「財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について」『立命館経済学』4月。
大蔵財務協会（各月）『財政』同会。
大蔵省（各月）『財政金融統計月報』大蔵省印刷局。
——理財局（各年a）『金融事項参考書』内閣印刷局。
——（各年b）『国債統計年報』大蔵省印刷局。
——理財局総務課長（編）（各年）『図説日本の公共債』大蔵財務協会。
奥田孝一（1957）『公社債市場論』日本評論新社。
加藤三郎（1983）「政府債務」（大蔵省財政史室『昭和財政史 終戦から講和まで 政府債務』東洋経済新報社）。
——（2001）『政府資金と地方債』日本経済評論社。
金沢史男・金子勝・高橋隆昭（2000）「財政投融资」（大蔵省財政史室『昭和財政史昭和27-48年度 財政投融资』東洋経済新報社）。
——・——（2004）「財政投融资」（財務省財政史室『昭和財政史昭和49-63年度 国債・財政投融资』東洋経済新報社）。
金子しのぶ（2005）「地方債制度改革における論点」『みずほりポート』みずほ銀行ホームページ。
釜江廣志（2004）「国債」（財務省財政史室『昭和財政史昭和49-63年度 国債・財政投融资』東洋経済新報社）。
——（1999）『日本の証券・金融市場の効率性』有斐閣。
——（2007, 2008）「戦後公共債の発行と引受の変遷（1）,（2）」『一橋商学論叢』第2巻第2

- 号・第 3 卷第 1 号, 2007 年 11 月・2008 年 5 月。
- (2012) 『日本の債券市場の史的分析』 同文館出版。
- (2015) 「資料 (2) 国債」(財務省財務総合政策研究所財政史室『平成財政史 9 資料 (2) 租税・国債』大蔵財務協会)。
- 簡易生命保険郵便年金事業史編纂会 (1953) 『簡易生命保険・郵便年金事業史』 通信教育振興会。
- 簡易保険事業 70 周年記念事業史編さん委員会 (1987) 『創業 70 周年記念簡易生命保険郵便年金事業史』 簡易生命保険郵便年金加入者協会。
- 簡易保険事業 80 周年記念事業史編さん委員会 (1997) 『創業 80 周年記念簡易生命保険事業史』 簡易保険加入者協会。
- 簡保資金振興センター (1998) 『簡保資金』。
- 簡保資金の運用に関する研究会 (1993) 『簡保資金の運用に関する提言：解説資料編』。
- 北村恭二 (編) (1979) 『国債』 きんざい。
- 黒田晃生 (2004) 「国債の大量発行とマネーサプライ重視政策」『政経論叢』 3 月。
- 公営企業金融公庫 (1967) 『公営企業金融公庫 10 年史』 同公庫。
- (1992) 『現況と 35 年の歩み』 同公庫。
- (1998) 『公営企業金融公庫 40 年史』 同公庫。
- (2003) 『公営企業金融公庫 45 年史』 同公庫。
- 公社債引受協会 (各年) 『公社債年鑑』。
- (各月) 『公社債月報』。
- (編) (1986) 『現代日本の公社債市場』 公社債引受協会。
- (編) (1996) 『公社債市場の新展開』 東洋経済新報社。
- 後藤新一 (1977) 『普通銀行の理念と現実』 東洋経済新報社。
- (1980) 『日本金融制度発達史』 教育社。
- 後藤猛 (1982) 『やさしい公社債教室』 公社債新聞社。
- 崎谷武男 (1967) 「公社債市場 41 年度の概況と 42 年度の展望」『公社債月報』 4 月。
- 佐藤政則 (2012) 「国債引受シンジケート銀行と売りオペ：1931-1937」(日本金融学会 2012 年度秋季大会金融史パネル)。
- 志村嘉一 (1969) 『日本資本市場分析』 東大出版会。
- (編) (1980) 『日本公社債市場史』 東大出版会。
- 証券政策研究会 (1978) 『証券取引審議会基本問題委員会報告・資料 I』 金融財政事情研究会。
- 菅谷隆介 (1978) 「公社債市場の再開」(有沢広巳 (1978) 所収)。
- 鈴木達郎 (編) (1982) 『国債』 大蔵財務協会。
- 鈴木博 (2001) 「変革期を迎える地方公共団体の金融活動」『農林金融』 2 月。
- 住友銀行 (1998) 『住友銀行百年史』 同社。
- 全共連 35 年史編纂委員会 (1987) 『全共連 35 年史』 全国共済農業協同組合連合会。
- 全国地方銀行協会 (1988) 『全国地方銀行協会 50 年史』 同協会。
- 第二地方銀行協会 (2002) 『第二地方銀行協会 50 年史』 同協会。
- 大和証券 (1963) 『大和証券 60 年史』 同社。
- 短資協会 (1966) 『短資市場 70 年史』 実業之日本社。
- (1973) 『最近 10 年間の短資市場』 同協会。

戦後の公共債市場

- 丹羽由夏 (2002) 「特殊法人改革下の公営企業金融公庫」『金融市場』(農林中金総研) 5月。
—— (2003) 「地方債市場の現状」『金融市場』(農林中金総研) 2月。
- 地方資金研究会 (編) (1986) 『体系地方債』大蔵財務協会。
- 地方債協会 (各年) 『地方債統計年報』同協会。
- 通信教育振興会 (1953) 『簡易生命保険・郵便年金事業史』。
- 東京才取会員協会 (1975) 『才取史』同会。
- 東京証券業協会 (1951) 『東京証券業協会 10 年史』同会。
—— (1971) 『証券外史』同会。
- 東京証券取引所 (各年) 『東証統計年報』同所。
—— (1963) 『東京証券取引所 10 年史』同所。
—— (1970) 『東京証券取引所 20 年史 規則・統計』同所。
—— (1974) 『東京証券取引所 20 年史』同所。
—— (1980) 『創立 30 周年記念東京証券取引所資料集 統計編』。
—— (1980) 『創立 30 周年記念 東京証券取引所資料集 制度編』同所。
—— (1991a) 『創立 40 周年記念東京証券取引所資料集 統計編』。
—— (1991b) 『創立 40 周年記念 東京証券取引所資料集 制度編』同所。
—— (2000a) 『東京証券取引所 50 年史』同所。
—— (2000b) 『東京証券取引所 50 年史 規則・統計 CD』。
- 東京都財務局 (各年) 『東京都債一覧表』同局。
- 戸原つね子 (1965) 「公社債市場の沿革と問題の検討」『農林金融』4号。
- 内閣審議室 (1981) 『金融の分野における官業の在り方』金融財政事情研究会。
- 中島将隆 (1977) 『日本の国債管理政策』東洋経済新報社。
- 中西孝雄 (1965) 「政府保証債引受機構の変遷」『公社債月報』10月。
- 中山好三 (1978) 「証券業者」(有沢広巳 (1978) 所収)。
- 日興証券 (1970) 『50 年史』同社。
- 日本勧業銀行調査部 (1953) 『日本勧業銀行史』同社。
- 日本勧業証券 (1967) 『日本勧業証券株式会社 60 年史』同社。
- 日本銀行 (1956) 「政府短期証券起債方法の変遷 (二)」『アナリスト』3月。
—— 業務局 (2015) 「国債便覧をご覧になるに当たって」同行ホームページ。
—— 金融研究所 (1986, 1995) 『わが国の金融制度』日本信用調査。
—— (1993) 『日本金融年表』日本信用調査。
—— 調査局 (1971) 『わが国の金融制度』日本信用調査。
—— (編) (1955-61) 『日本金融史資料 明治大正編』大蔵省印刷局。
—— (編) (1961-74) 『日本金融史資料 昭和編』大蔵省印刷局。
—— (1971) 『わが国の金融制度』日本信用調査。
—— (各月) 『調査月報』同行。
—— 調査統計局 (1998-2003) 『主要経済・金融データ CD-ROM』ときわ総合サービス。
—— 統計局 (1966) 『明治以降本邦主要経済統計』日本信用調査。
—— (各年) 『経済統計年報』同行。
—— 百年史編纂委員会 (1982-1986) 『日本銀行百年史』日本信用調査。

- 日本経済新聞社（編）（1979）『新しい公社債流通市場』同社。
 —————（編）（1982a）『資金調達の間 公社債発行市場』同社。
 —————（編）（1982b）『金融革命の中核 短期金融市場』同社。
 —————（編）（1982c）『公社債流通市場』同社。
 —————（編）（1987a）『公社債流通市場』同社。
 —————（編）（1987b）『短期金融市場』同社。
 —————（編）（1987c）『公社債発行市場』同社。
- 日本興業銀行（1957）『日本興業銀行五十年史』同社。
 —————（1982）『日本興業銀行 75 年史』同社。
- 日本国有鉄道（1973）『日本国有鉄道百年史』第 12 巻，同社。
- 日本債券信用銀行（1993）『日本債券信用銀行 30 年史』同社。
- 日本証券経済研究所（1989）『日本証券史資料 証券年表』同所。
 —————（2000）『詳説現代日本の証券市場』同所。
 —————（2008）『図説日本の証券市場』同所。
- 日本証券業協会（各月）『証券業報』同協会。
 —————（各年）『公社債便覧』同協会。
 —————（2011）『公社債店頭売買気配参考統計値発表制度について』同協会ホームページ。
- 日本生命（1992）『日本生命百年史 下巻』同社。
- 日本電信電話公社（1977）『日本電信電話公社 25 年史』電気通信協会。
 —————経理局（編）（1984）「加入者債券の記録」一二三書房。
- 農林中央金庫（1956）『農林中央金庫史』同金庫調査部。
- 野田正穂（1966）「政府保証債の本質と機能（下）」『アナリスト』（経済発展協会）3 月。
- 野村銀行（1938）『野村銀行二十年史』同社。
- 野村資本市場研究所（各年）『資本市場要覧』同社。
- 野村證券（1976）『野村證券株式会社五十年史』同社。
 —————引受部（1979）『社債ハンドブック』商事法務研究会。
- 野村総合研究所（各年）『公社債要覧』同社。
- 浜田恵造（編）（1997）『国債』大蔵財務協会。
- 伴金美・中村二郎・跡田直澄（2006）『エコノメトリックス』有斐閣。
- 藤木宣行（2002）「わが国地方債の現状と課題」『資本市場クォーター』（野村資本市場研究所）夏号。
- 藤崎憲二（1954）「国債」（大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史 国債』東洋経済新報社）。
- 藤野正三郎（1994）『日本のマネーサプライ』勁草書房。
 —————・寺西重郎（2000）『日本金融の数量分析』東洋経済新報社。
- 松尾順介（1999）『日本の社債市場』東洋経済新報社。
- 松野允彦（編）（1983）『国債』大蔵財務協会。
- 山一證券（1958）『山一證券史』同社。
- 山口修（編）（1991）『創業 75 年簡易保険事業史稿』簡易保険加入者協会。
- 山中宏（1986）『生命保険金融発達史』有斐閣。
- 山元高士（1983）「政保債の窓販実施の意義と引受方式の見直しについて」『公社債月報』10 月。

戦後の公共債市場

山本拓（1988）『経済の時系列分析』創文社。

郵政研究所（2001）『日米長期金利の変動要因と推計に関する調査研究報告書』同所ホームページ。

郵貯資金研究協会（1999, 2003, 2005, 2007）『郵便貯金資金運用の概説』同協会。

吉田震太郎・藤田武夫（1962）「大蔵省預金部・政府出資」（大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史 大蔵省預金部・政府出資』東洋経済新報社。

吉野道夫（1976）『国債の知識』日本経済新聞社。

りそな企業年金研究所（2014）「厚生年金基金制度の沿革と社会的役割を振り返る」『企業年金ノート』2月。

龍昇吉（1968）「戦後の資本蓄積と公社債」（志村嘉一・野田正穂（編）『証券経済講座5 公社債と証券市場』東洋経済新報社）。

渡瀬義男（2007）「国債運用面から見た税制投融资制度の改革と課題」『レファレンス』12月。

渡辺佐平・北原道貫（1966）『現代日本産業発達史 銀行』現代日本産業発達史研究会。