

日本における政府短期証券市場の現状と展望

河野 快晴

はじめに

日本経済が安定成長経済へ移行後、急速な高まりをみせてきた金融の自由化、国際化、機械化、証券化現象（それらは互いに独立ではない）に対応して金融政策・金融行政、金融機関・企業金融・消費者信用のあり方を問う——これが今日われわれに課せられた金融的課題である。この場合それらのあり方を判断する基準を構成するのは、効率性、公正の観点および金融政策の有効性保持、信用秩序維持の観点であるが、このうち効率性の観点を最重視しながら、分配上の公正を図り、いかに金融政策の有効性を保ちつつ、信用秩序を維持していくか——これが今日の金融政策、金融行政機関に課せられた課題であるといえよう。

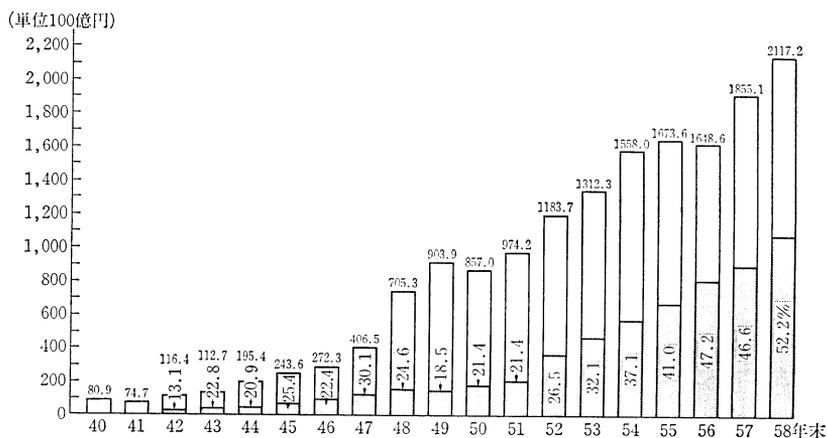
ところで昭和37年10月「新金融調節方式」が発表され、成長通貨の供給をオペレーションをつうじて行う方針が打ち出されて以降、売戻条件付買入対象債券の範囲拡大（38年1月）、債券無条件オペレーションの導入（41年2月）、手形売買市場の創設（46年5月）、コール市場向けおよび手形市場向け売出手形の導入（各々46年8月、47年5月）、公募入札制の導入（53年1月）、売買対象機関、対象債券の拡大など債券・手形オペレーションの活用積極的な姿勢を示しながら、なおインターバンクにおける相対型取引が主流をなしていたわが国の債券・手形売買オペレーションにも新しい動きが始まっている。すなわち、国債の大量発行、多様化、国債の銀行窓口販売、バンク・デューリング開始、期近債のウェイト増大、CD、現先などオープン市場の拡大、公募入札制など金利規制緩和措置の導入、さらに海外で発行されたCD・CPの国内販売、提携をつ

うずる債券を含む組合せ金融資産の誕生，円建て B A 市場創設への動きなど，わが国の金融市場は非居住者等の参加を含めた本来の意味での公開市場操作実施へ向けた準備段階に入っているといえる。この場合，その中核をなすと期待されているのは T B（政府短期証券）操作である。小稿ではわが国の T B オペレーション実施の可能性を検討することを主要な課題として設定している。

1 短期金融市場

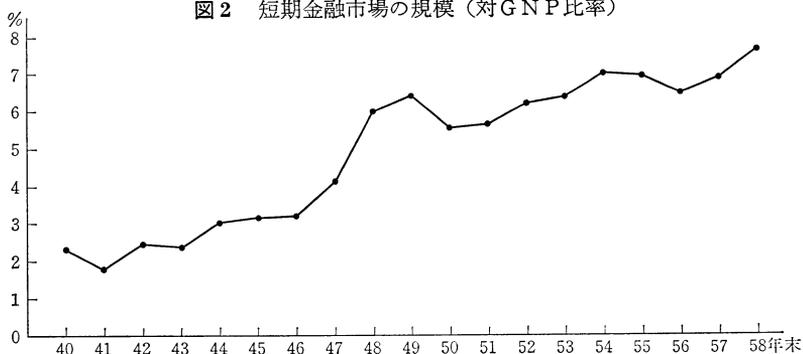
わが国の短期金融市場は，コール市場を核として発達し，40年代に拡大した現先市場，これに加えて手形売買市場（46年5月創設），C D市場の創設（54年5月）によって現在四市場が存在している。図1はわが国の短期金融市場取引高の推移を示したものである。ここからわれわれは，短期金融市場の拡大が昭和48年以降顕著であること，オープン市場（現先・C D市場）が58年末には50%を超えるまでに成長していることを知ることができる。また，G N P 比率でもわが国の短期金融市場の規模拡大のトレンドを確認することができる（図

図1 短期金融市場取引高



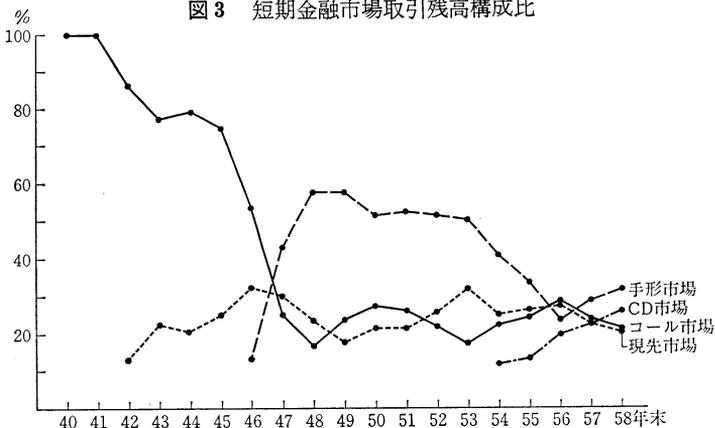
(日本銀行調査統計局「経済統計年報」,「経済統計月報」より作成, 〇〇内の数値はオープン市場比率を示す)

図2 短期金融市場の規模（対G N P比率）



（日本銀行調査統計局『経済統計年報』、『経済統計月報』等より作成）

図3 短期金融市場取引残高構成比



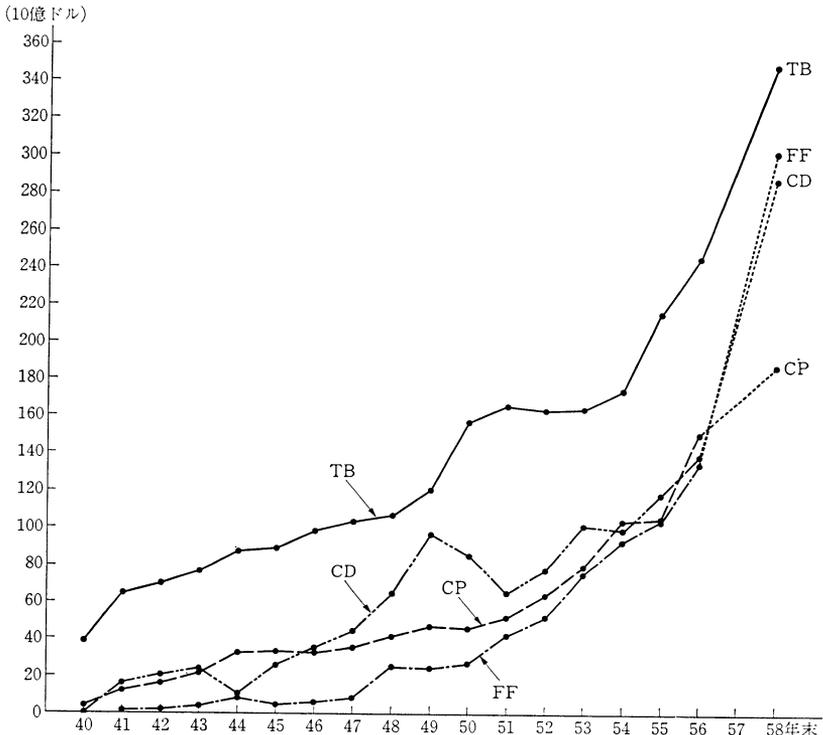
（日本銀行調査統計局『経済統計年報』より作成、上記4市場構成比計100%）

2参照)。一方これら四市場の構成比を時系列的に考察すると、昭和45—48年におけるコール市場のウェイト急減、手形市場のウェイト急増といった両市場の役割交替の時期を経て、昭和55年以降四市場のウェイトは均衡化する傾向を示していることがわかる（図3参照）。

他方、アメリカの短期金融市場は、図4にみられる如くT B市場を中心に着実に発達しており、昭和50年以降そのウェイトの拡大が顕著であるC P・F F市場のほか、C D・B A市場等を加え、昭和59年2月現在約193兆円の規模に

達しており、日本のそれ（約23兆円、59年6月データ）の約8.4倍もの高さに及ぶ。またその市場規模をGNP比率で見ると約25%（日本の場合約8%）を占めるなどアメリカの短期金融市場規模の巨大さを知ることができる。国際化、自由化進展の動きのなかで今後わが国の短期金融市場においてもBA・CPが導入されるとともにTB市場が市場機能を発揮する市場として整備される可能性は大きく、短期金融市場の規模はさらに拡大するものと予測される。すなわち図1が示す如く、これらの市場においては自由化、弾力化、オープン化政策が進められており、将来これらの市場が公開市場操作の対象として積極的に活用

図4 米国短期金融市場の規模（発行残高、単位10億ドル）



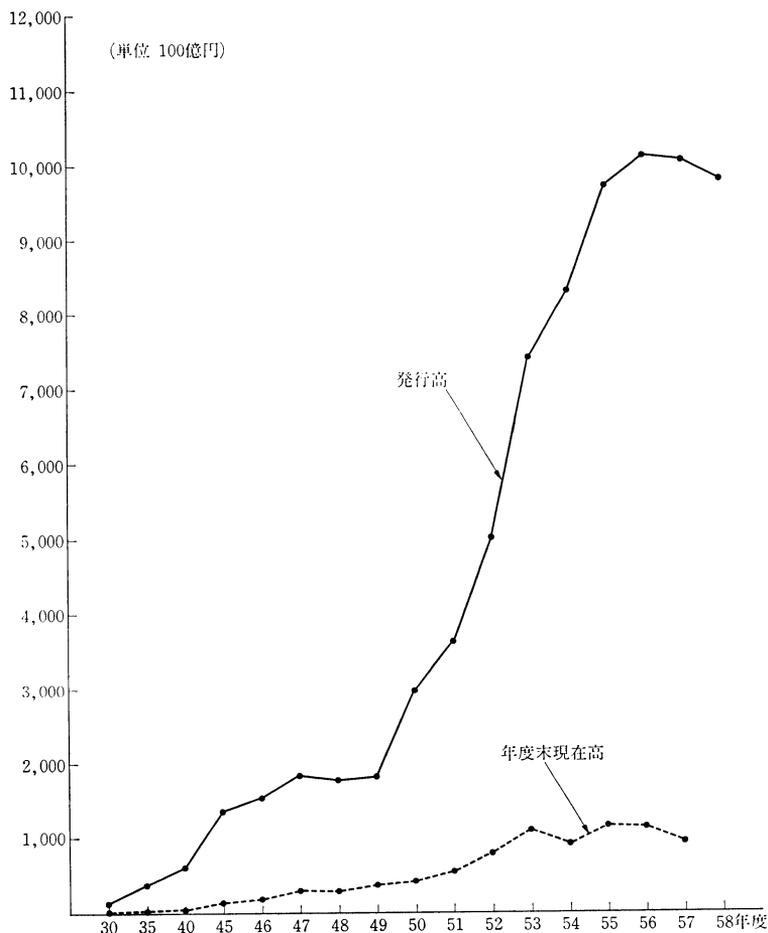
（金融財政事情研究会『金融財政事情』、佐久間潮・打込茂子『アメリカの金融市場』（東洋経済新報社）、日本銀行『経済統計月報』、日本経済新聞社『欧米金融市場』原出所、Federal Reserve Bulletin, Flow of Funds Accounts; FRBより作成）

されるのも遠い将来時点のことではないものと考えられる。

2 T B 市場

2-1 T Bの発行と引受け

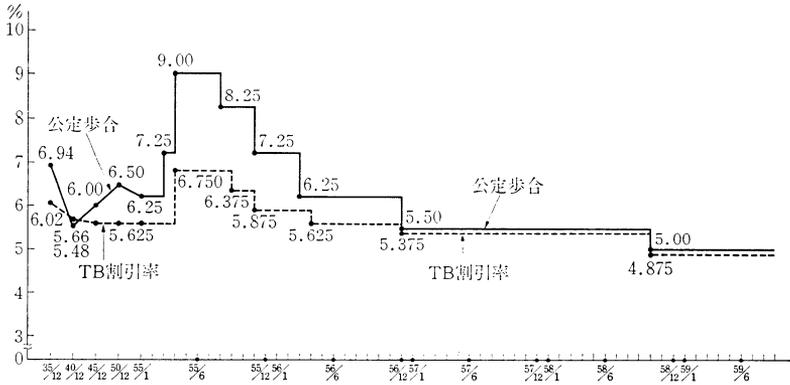
図5 政府短期証券



(大蔵省「財政金融統計月報」、大蔵省「国債統計年報」、日本銀行「経済統計年報」より作成)

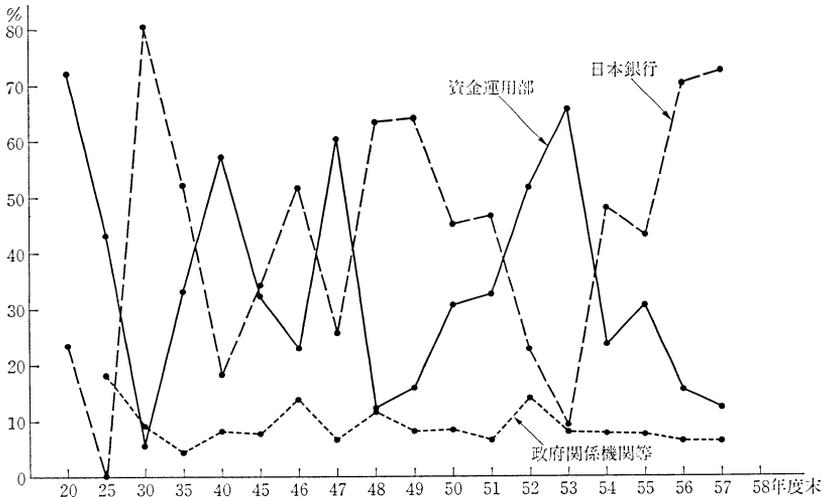
昭和21年1月，GHQ覚書の例外規定に基づき，国債の日銀引受発行の例外として日銀引受で発行されたTBは，昭和31年5月，市中公募（定率公募）発行制度の導入が図られた。しかし，その後もこの発行方式は建前の域に留まり，いわゆる「市場」としての形態をなしえてはいなかった。ところがその発

図6 政府短期証券利回り



（大蔵省理財局編『国債統計年報』，日本銀行調査統計局『経済統計年報』および『経済統計月報』より作成）

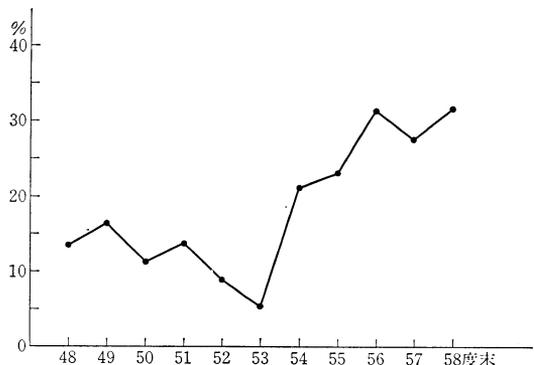
図7 政府短期証券所有構成



（大蔵省理財局編『国債統計年報』，日本銀行調査統計局『経済統計年報』より作成）

行額は、図5が示す如く昭和50年以降急速に増大し、56年には100兆円を超過する規模にまで達している。ところで発行されたTBは年度内償還を原則としているが、同図が示す如く、57年度末残高は10兆円を超える水準に達している。またTBレートは、財政負担の軽減を主たる理由として公定歩合よりも低い水準に設定されてきた(昭和43年以降その発行条件は、公定歩合に連動する形でやや弾力化されてきている)。図6は公定歩合およびTBレートの推移を示したものである。われわれは、両者のパラレルな動きをフォローすることができるとともに従来存在していた両者間の乖離も縮小し、昭和56年12月以降はTB割引率が公定歩合よりも0.125%低い水準に設定されていることをみることができる。TB所有比率はこうした発行条件を反映して日銀引受けの比重が高い。しかし、図7が示す如く、その引受け比率の変動幅は大きく、また資金運用部引受けが高いウエイトを占めていることに注目すべきである。これは、余剰資金の運用を目的に資金運用部が日本銀行からの買入れを行なってきたことを反映するものである。しかし、54年以降の動きをみると運用部引受け比率が急減する一方、日銀引受け比率が急増していることがわかる。これは、財政再建策推進の結果、資金運用部のTB引受け能力が低下していることを意味している。こうした事情を反映して日銀資産残高に占めるTB比率が昭和54年以降急増していることは図8からも確認することができる。

図8 日本銀行資産勘定に占めるTB

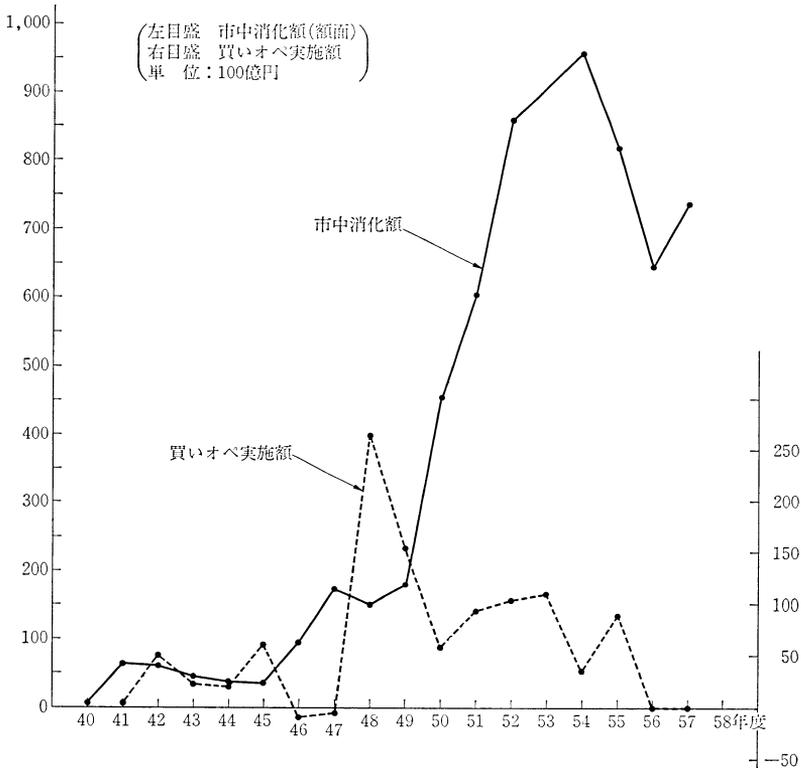


(日本銀行調査統計局「経済統計年報」「経済統計月報」、大蔵省理財局編「国債統計年報」より作成)

2-2 余剰資金吸収策としてのTBオペ

昭和50年以降、国債の大量発行が行われ、60年度末における発行残高および60年度予算における国債費はそれぞれ約133兆円、11.7兆円の規模に達する。また、60年度以降は国債の大量償還の時期を迎える。こうした事実注目し、国債発行に対しては様々な議論が展開されている。こうした事実は反面、オペレーションの対象資産が増大したことを意味するものと考えられる。ところで、図9は、国債の市中消化が50年度以降急増する一方、買いオペ実施額は40年度以降下向トレンドにあることを示している。これは昭和49年度までは国債発行が比較的少額に留っていたため、割り当てられた銀行保有国債の大部分を日本銀

図9 国債買いオペ実施状況



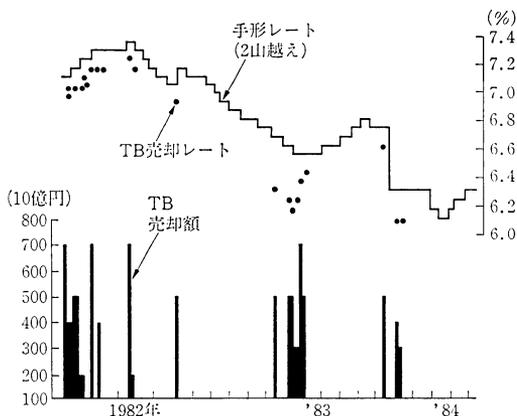
（野村総合研究所『公社債要覧』，松野允彦編『国債』（大蔵財務協会）より作成）

行が買オペで吸収することができたこと、しかし、それ以降の時期においては吸収が充分には行いえなくなっていることを示すものである。その基本的な原因は、国債発行の規模が拡大しすぎたことにあるが、同時に発行された国債の期間構造が長期に偏っていたことが他の重要な要因として指摘されよう。金融政策を機動的に行う場合、またツイスト・オペレーションの可能性や国債の円滑な借換を考えた場合、流動性が高く、市場変動リスクの相対的に小さい短期金融資産の活用はきわめて重要であると考えられる。

ところで表1は、昭和36年以降、各年の3月～5月における資金需給および余剰資金吸収策を示したものである。同表からわれわれは、①昭和49年以降、資金吸収策として手形オペレーションのウエイトが増加していること、②日銀貸出しの回収によるものが考察対象期間をつうじて相対的に高い比率を占めていること、③40年代有力であったTB売りオペという資金調整手段(46、47年には過剰流動性吸収手段として頻繁に活用された。ただし、短資会社を相対的に転売の認められない買戻し条件付きの売却であった)が、56年以降、最も有力な金融政策手段として成長してきていることを知ることができる。例えば56年の5月、11月には各々1.5兆円、また57年の4—7月には6兆円、同年8月には0.9兆円のTBがそれぞれ市中売却されている。

56年5月の場合には短資会社による転売が認められた(TBは短資会社を経由して銀行、証券会社に売却され、さらに最終投資家に売却された)ほか、売却レートは手形レート(取り手レート)とほぼ水準の7.05—7.4375%といった、TB割引率(5.625%)はもちろん、公定歩合(6.25%)よりも高

図10 日本銀行によるTB売却



(出所) 金融財政事情研究会「金融財政事情」(1984年4月2日、高橋琢磨論文)、原資料：日本短資、「日本経済新聞」データ。

表1 余剰資金吸収策

		(単位：億円)													
		37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47			
		S, 36/ 3~5月													
資金需給	日財	△5	△132	150	△198	△236	△489	266	88	△216	△774	△350			
	銀	△580	339	1,410	1,703	2,607	875	2,402	4,730	6,004	11,697	5,043			
	資金過不足	575	△471	△1,260	△1,901	△2,843	△1,364	△2,136	△4,642	△6,220	△12,894	△5,027			
余剰資金吸収策	手形	—	—	—	—	—	391	55	57	△572	—	—			
	貸出	502	391	△1,280	244	△900	△534	681	△412	△543	△440	△552			
	手形	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—			
	債券	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—			
	T B	—	—	—	—	△1,400	△1,200	△2,800	△3,600	△4,200	—	—			
	債券	—	△684	△9	△1,785	△46	457	153	—	433	—	—			
	準備預金, その他	—	△178	29	△221	△497	△478	△225	△687	△870	△649	△2,489	△2,029		
		48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59		
資金需給	日財	△42	1,024	△3,233	△1,616	△6,182	△5,452	△2,931	△3,303	△3,952	△3,854	△8,582	△5,977		
	銀	9,198	13,496	18,988	21,861	17,972	30,269	38,170	56,693	70,657	58,325	64,696	58,716		
	資金過不足	△8,524	△7,570	△20,507	△22,192	△23,524	△35,133	△42,190	△58,053	△73,016	△61,731	△72,195	△65,943		
余剰資金吸収策	手形	△1,118	△2,281	△14,840	△15,360	△16,100	△20,000	△28,000	△38,800	△25,000	0	△12,000	△19,997		
	貸出	△2,215	△4,013	△2,884	△3,175	△4,488	△7,468	△3,421	△10,700	△18,226	△9,314	△21,761	△7,914		
	手形	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—		
	債券	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—		
	T B	—	—	—	—	—	—	—	—	△18,000	△20,400	△16,000	△10,000		
	債券	499	1,748	△178	—	—	—	—	—	△14,836	△27,749	△14,890	△20,859		
	準備預金, その他	△6,808	△3,557	△2,605	△3,027	△2,936	△7,665	△2,769	△11,629	3,046	△4,268	△1,700	△2,033		

(日本銀行調査統計局「経済統計月報」,「経済統計年報」における「資金需給実績」より作成,各年3-5月)

率で売却され、TB流通市場の誕生、TB自由化の第一歩として高く評価された。しかし、同年11月には早くも転売が禁止されるなどわが国のTB市場は一時的、断続的に成立する閉鎖的な性格を強くもってきたといえる。57年以降の日銀によるTB売却条件および売却実績を示した図10がこの事情を典型的に示している¹⁾といえる。

2-3 TB市場創設論の根拠

TB市場創設のメリットは次の如く整理することができる。

① 欧米の先進例

欧米ではTB操作は中心的な金融政策手段としての位置を確立している。例えば、アメリカの短期金融市場をみるとCPの流通市場はなお未発達的面を残しているが、オープン市場としてのTB市場は、CD・BA市場以上に整備されており、TB金利は他の短期市場金利をリードする動きを示している。すなわち、TBは公開市場操作の対象金融資産として主軸的位置を占めているのである。

② 金利裁定機能の促進

金融政策の操作目標変数としての短期金融市場金利誘導の重要性は高く、昭和53年以降コール市場の建値制廃止をはじめ、金融市場の規制緩和政策が進められてきた。こうした自由化の過程においてTB市場が追加されることは、資産間の金利裁定機能を高め、マネー・サプライ（数量的金融指標）政策の有効性を高める観点から望ましい。

③ 投資家ニーズへの対応

流動性が高く、安全性の高い短期金融資産であるTBは、優良な資産運用の対象となりうる。両者に収益性のメリットが加われば、投資家ニーズに応え、オープン市場としてのTB市場が育成される可能性は十分に高い。

④ 市場の恒常性

TB操作は時折、集中的に行われる一時的市場の性格をもってきた。恒常的な流通市場を完備し、資金余剰期のみならず、資金不足期においても活用でき

る機動的、弾力的な政策を行う手段としてTBは最も適切だといえる。また、恒常的な市場が整備されれば、投資家に対しても資産運用上のメリットを継続的に提供することができる。

⑤ 現先・CD市場の補完

CDには譲渡性、発行量、取引単位等に規制があり、一方現先の場合には権利の移転・保全が法的に明瞭でない、税制の複雑さ、債券評価益等に与える影響から、他の金融資産との間に十分な金利裁定が働かないなど、種々の問題を残している。TB市場は両市場の限界を補完し、オープン市場の調整手段として貢献することが期待される。

⑥ 資金吸収手段の強化、多様化

都市銀行の資金ポジションの改善は、日銀貸出しの回収という金融調整手段に制約を与えるとともに、売出手形の発行も日銀自ら有利子の債務を負うなどの問題を含んでいる。TB操作はこうした金融調整手段の有効性を強化するとともに、手段の多様化を図ることができる。

⑦ 円の国際化の推進

公的準備資産としての日本の通貨「円」のシェアは3.2%（昭和58年末）の水準に留まるなど円の国際通貨としての地位（評価）はなお低い位置に留まっている。アメリカに対する海外公的機関による投資がTB（財務省証券）に集中している事実（ことに昭和45年以降急増している）を考慮に入れば、非居住者からの短期資金受入れ先としてわが国にTB市場を創設することは円の国際化を推進することにつながる。また、今後こうした非居住者による短期金融市場への参入が活発化することによって本格的なオープン市場が機能し始める時、内外の資金移動をコントロールする手段としてTB市場は最も有効であると考えられる。

⑧ 政府の経常的財源確保

⑨ 借換債へのつながりの円滑化

長期依存型の国債構造を修正し、償還期の到来した国債の借換を円滑に行うためにもTBは優れているといえる。

⑩ 国債利子負担の軽減

国債を多様化し、期間構造を短期化することは、償還日の分散が可能となる²⁾とともに国債の利子負担を軽減するものである。

⑪ 56年5月の実績

当時の方式(先述)には次のようなメリットがあった。①TBの市中売却が企業等の流動性や資産選択行動に直接的影響を与えることによって日銀の金融調節機能を一段と強化した。②手形・コール、現先市場との金利裁定取引が一段と活発化した。③内外金利格差の拡大を防ぎ、円レートの低下を防止した。

2-4 TB市場創設をめぐる問題

一方、TB市場の開設については次のような問題が指摘されている。

① 定率公募、残高日銀引受け方式の弊害

現行方式はその発行条件の問題を含めて市中消化を阻んでいる。図7が示す如くTBの市中保有残高は僅少であり、不特定多数の投資家の間に広く分散している状態を形成しえていない。

② 「財政法」の制約

「財政法第7条」の定める単年度予算主義という制約は恒常的市場の創設を阻み、機動的、弾力的な政策履行の障害となっている。

③ 市場間金利裁定におけるタイム・ラグ

近年インター・バンク、オープン・マーケット市場間の金利裁定取引が活発化してきている。

しかし、両者の間にはなおタイム・ラグがあり、しばしば乖離が生じている。図11-13は、近年における3回の金融緩和政策がコール・手形売買および現先市場レートに与える効果を公定歩合引下げ後の金利動向をフォローする形で示したものである。これらの図が示す如く、コール・レートのそれに比して現先レートの調整スピードはやや鈍いといえる。これは既存の短期金融市場がもつ一つの弱点を示すものであり、TB市場の創設が期待される一要因をなすものといえる。

④ 公募入札導入に伴う財政負担増
有価証券取引税の有無を除き、TBと
ほぼ同様の機能をもつ期近債が市場実勢
レートで売買されることによって巨大な
オープン市場を形成することになれば、
従来のTB発行方式との矛盾を浮き彫り
にし、公募入札移行へのインパクトとし
て働くことになる。また今日の金利選好
の高まりを考慮すれば、公募入札方式の
採用は必至だといえよう。これは財政負
担増を意味し、財政再建に対する障害を
なすものである。なお期近債の量の推移
およびTBとの市場規模比較を示した図
14、表2からも両者が相互に競合的関係
にあることは明らかである。

⑤ 財政節度の喪失

TB発行の拡大は、財政節度を失わせる
可能性がある。

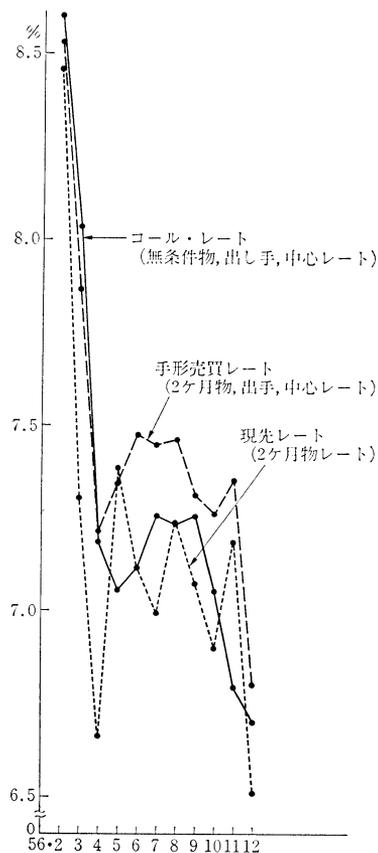
⑥ 資金シフトに伴う市場的混乱

オープン市場への資金シフトの現象は、
すでに進行中である。既存のオープン市
場に加えて流動性、安全性および収益性
に優れたTB市場が創設されれば、金利規制下にある金融資産からの資金シフト
が生じ、市場を混乱させる。

⑦ 短期国債の導入問題

国債の大量償還・借換期を控え、借換債発行の平準化、国庫資金繰り上の要
請から検討課題となっている短期国債の発行には次のような問題がある。①償
還期を頻繁に迎えることになり借換構造の不安定化をもたらす、②つなぎ期間

図11 短期金融市場金利
(56年3月以降の金融緩和期)



(日本銀行調査統計局『経済統計年報』より作成)

図12 短期金融市場金利

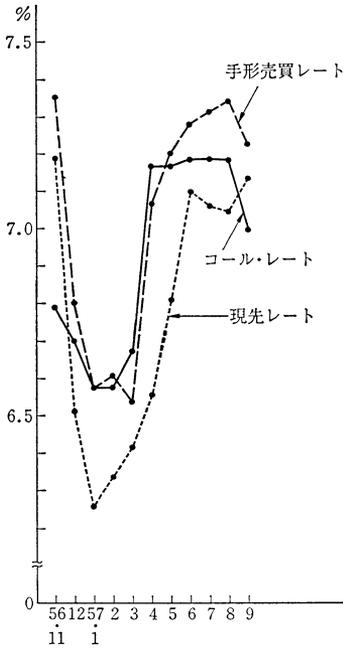
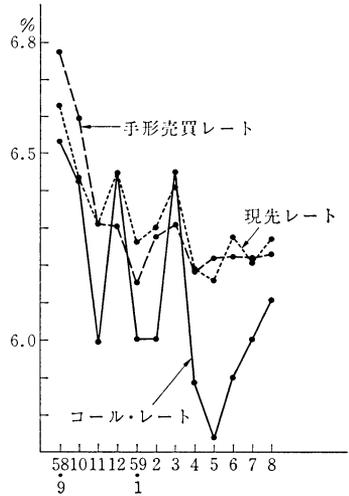


図13 短期金融市場金利

(58年10月以降の金融緩和期)



(日本銀行調査統計局『経済統計年報』および『経済統計月報』より作成)

(日本銀行調査統計局『経済調査月報』より作成)

図14 国債残高の残存期間別構成

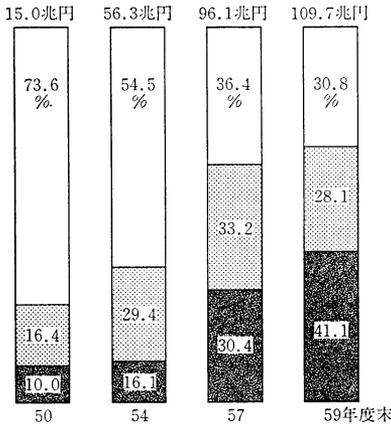
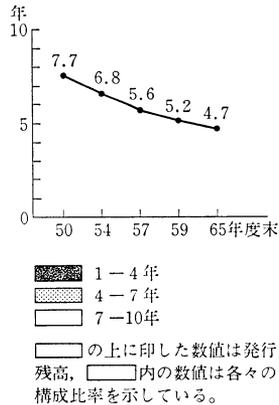


図15 国債残高の平均残存期間



のの上に印した数値は発行残高、内の数値は各々の構成比率を示している。

(大蔵財務協会編『これからの財政と国債発行』(59年6月)より作成)

表2 T Bおよび期近国債の発行高

(単位：兆円)

	49/3	55/3	58/3	60/3
期近債(1～4年)	15.0	56.3	96.1	109.7
T B	17.8	82.1	101.9	—

が1.5ヶ月といった短期である場合、中・長期国債よりも高い消化率をもっている期待できるのか、③既存の規制下にある金融資産との競合を生じ、資金シフトに伴う市場の混乱を導くのみでなく、公募入札発行に伴うコスト負担、T B発行条件の改訂を誘発する効果をもつ。

⑧ 短期金融市場間の不均衡

T B残高(14.27億円、昭和59年末)は、C D(8.58億円)はもちろん、コール(4.46億円)、手形(8.00億円)、現先(3.80億円)残高(ただし、C D・現先残高は59年11月末)を凌駕する巨大な規模に達している。T B市場が本来の意味でのオープン市場として形成されれば、さらに拡大する可能性は高く、既存市場とのバランスを逸する可能性がある。

2-5 T B市場創設の可能性

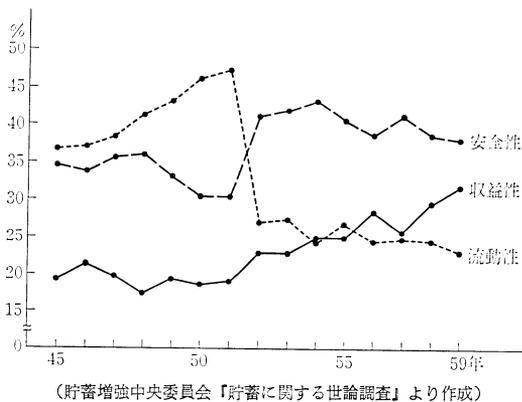
前節で指摘された問題

に対してわれわれは次のように考える。

問題①：T B市中残高の僅少性について

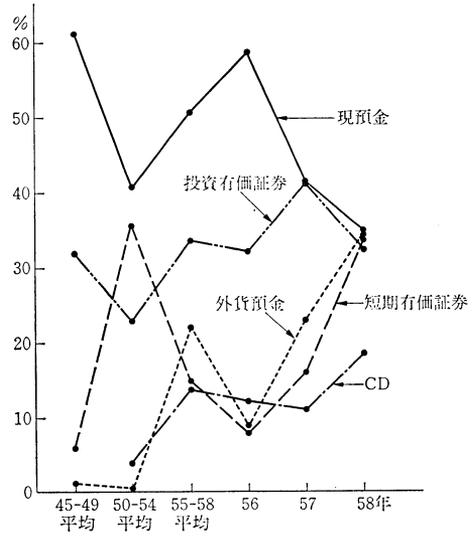
資産としてのT Bに対する潜在的需要が十分に存在していることを示すものとしてわれわれは5つの図を提示したい。図16は貯蓄選択の基準の推

図16 貯蓄の選択基準



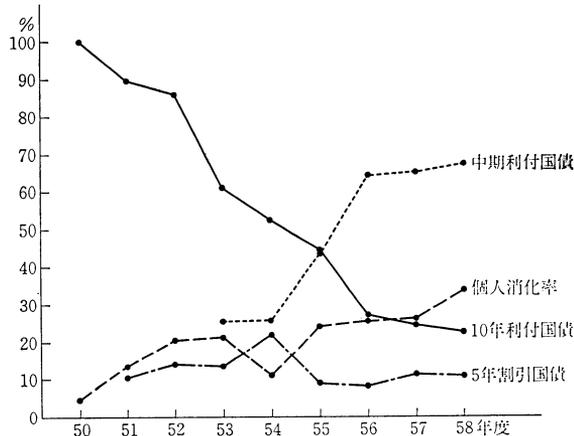
移、図17は最近における大企業の資金運用動向、また図18は個人による国債消化の満期構造、さらに図19および20は日本およびアメリカにおける貯蓄構成の推移を示したものである。まず図16からは、資産選択基準としての収益性重視の傾向を、図17からは、企業による資金運用手段としての投資信託の伸びの著しさを、また図18からは個人の貯蓄手段としての中期国債に対する需要の高まりを、さらに図20からはアメリカにおける貯蓄手段としての投資信託シェアの

図17 大企業の資金運用の動向 (増減額構成比%)



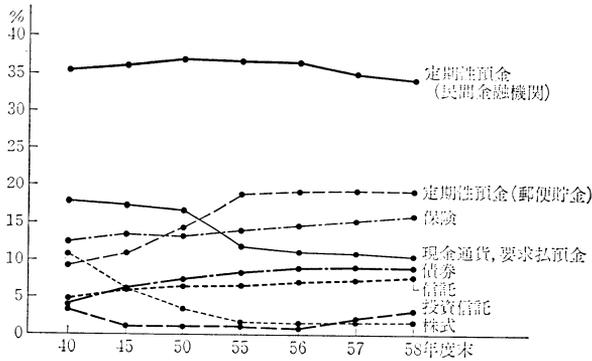
(日本銀行調査統計局『調査月報』(昭和59年7月号)より作成)

図18 国債の個人消化率



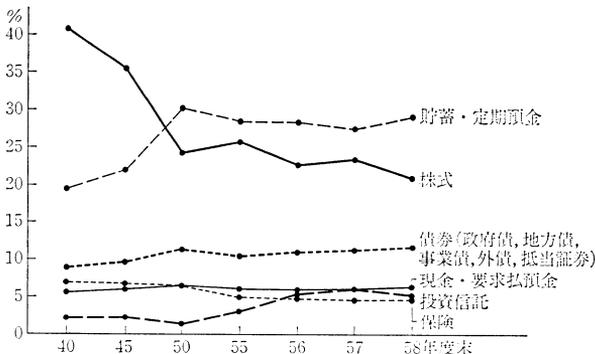
(大蔵省『国債統計年報』より作成。この図は、次のように読む。すなわち、昭和50年度の場合、個人消化率は5.1%であるが、そのすべては10年利付国債である)

図19 個人貯蓄残高



(日本銀行「資金循環勘定」より作成)

図20 米国の個人貯蓄残高



(FRB, "Flow of Funds Accounts" より作成)

増大をそれぞれ読みとることができる。ここからわれわれは、わが国において T B 市場が整備されれば、金利選好を高めている投資家のニーズに応えるアメリカ型の MMF をオファーできる可能性が高まるものと考えられる。また T B が有価証券取引税の対象外となっているメリットに加え、公募入札制の導入、他の短期金融資産との競合・金利裁定をつうじて収益性を高めることができれば、昭和56年5月における実績から判断しても、T B 市中消化の可能性は十分に大きいと考えることができる。さらにわが国の金融市場の規模はア

アメリカのそれに比してなお小さく (4.8兆ドル (米), 2.1兆ドル (日), 対 GNP 比 3.2倍 (米), 2.2倍 (日), 56年データ), この観点からも TB 等の導入による市場規模の拡大は可能であるし, また国際的ニーズに応え, 円の国際化を図っていく観点からも望ましいと考えることができる。

問題②, ⑤: 「財政法」の改正および財政の放漫化について

「財政法第7条」の定める単年度予算主義の規定を廃止すれば, TBを含むすべての国債が歳入債券となり, 財政赤字に対して抑止力が働かないとする議論がある。われわれもその可能性を否定することはできないであろう。しかし, すでに示したベネフィットは, 財政放漫化の可能性というコストを凌駕するものであり, また公募入札制によるコスト高は放漫化に対するチェック機能を発揮するものと考えられる。

問題③, ⑧: 短期金融市場間の規模および調整速度格差の存在について

既存のオープン市場およびインター・バンク市場間, さらにそれらの市場内部間にお

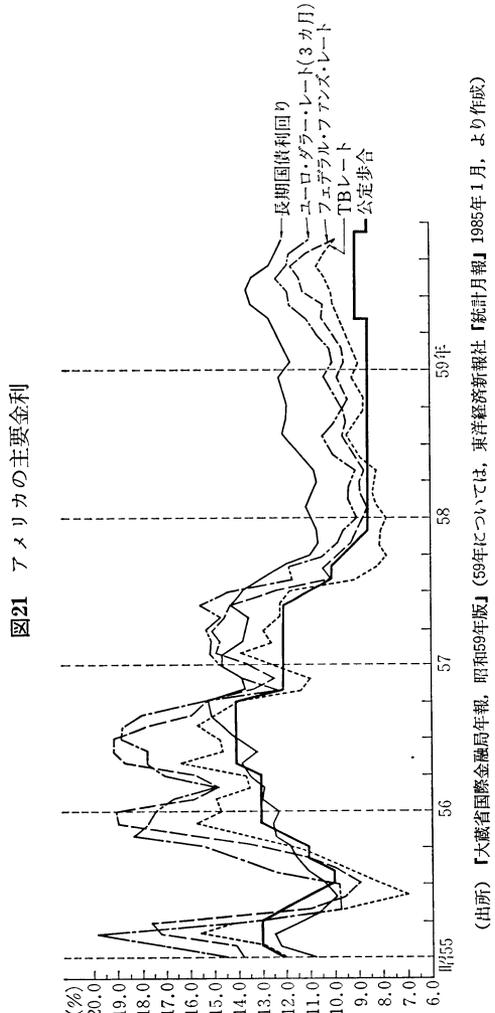
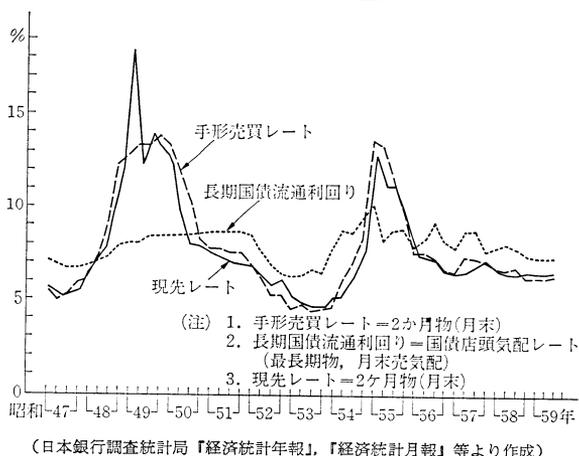


図22 日本の主要金利



ける調整ラグは、TB市場が完備することによって縮小し、また市場規模間の不均衡は、TB市場が「市場」としての機能を発揮し、他の市場を先導する役割を果たすことを規格的にも期待しうるものとして評価したいと考える（図21および22を参照のこと）。

問題④公募入札導入に基づくコスト負担増について

国債はその期間構成を短期化することによって費用負担を軽減することが可能である。また、発行に伴う直接のコスト増大は、TB発行がもたらすベネフィットに対するコストであり、そのコストはベネフィットを下回るものとする。

問題⑥：資金シフトに伴う市場の混乱について

資金シフトは一時的、短期的現象であると考えられることができる。MMDAの動向などアメリカにおける金融革新の経験から判断してもTB導入が長期間、市場の攪乱要因として作用するものとは考えがたい。またTB導入に伴う長期債の現先取引等へのしわ寄せ問題に対しては取引税を免除するなどの方法で対処できるものとする。

2-6 TB市場創造のテンポ

TB市場が創設されるまでの過程においてCD・現先など既存金融市場に残る規制の緩和・撤廃，国際金融業務に関する規制緩和・撤廃，金融資産・金融業務の多様化，預金金利の自由化が実施されていくものと考えられる。TB市場はこうした金融自由化の進展と調和をとりながら漸次進められていくべきであろうし，また常に中・長期国債とのバランスに配慮すべきであろう。

TBについてまず行われるべきことは，発行残高の市中消化を促進すること，定期的発行について検討すること，償還期限が1年を超える場合については発行限度額を設定することであろう。

またこれらの一連の措置とともに市場参加者の拡大やディーラーの育成，適格な情報処理・監査能力をもった人材の育成など自由化のテンポに先んじた人的条件を整備することが不可欠であると考えられる。

おわりに

経常収支の黒字基調の定着を背景に行われてきた資本自由化措置（昭和47年7月の第一次自由化以降，46年8月の第四次自由化，48年5月原則100%自由化）は，わが国の金融国際化への第一ステップをなすものであった。この動きに決定的な動因を与えたのは，フロート制への移行（昭和48年2月）であり，昭和55年12月には「外国為替管理法」の改正・施行をみるに至った。さらに58年11月以降，「日米円ドル委員会」をつつずるアメリカ側の圧力は，わが国の金融国際化の促進に一層の迫車をかける力として作用した。

一方，第一次石油危機が招いた成長率の鈍化は，政府による財政再建目標の推進とともに個人実質可処分所得の低下を招き，フロー（所得）の低下をストック（資産）で補完しようとする動き，生産量・投資量の下方への調整に伴って生じた余剰資金を積極的に運用しようとする動きを誘発した。こうした動きは，国債の消化促進問題，アメリカにおける金融革新の影響，エレクトロニク

ス技術の発展とあいまって日本においても金融革新ともいえる状況を生み出した。

上記のような金融環境の変化は、政府・金融当局による自由化・弾力化政策の推進力として働いた。われわれは、こうした動向が、わが国の金融市場をその参加者に制約を課さず、需給で示される参加者の意思によって金利が動く本来の意味での「市場」を形成させるものであるとして評価したい。

わが国は、国内的ニーズに応えるとともに、その経済力に応じた責任を国際社会において果していくためにも金融の国際化、またその一側面としての円の国際化を積極的に推進していかなければならない。こうした方向に沿った環境整備はすでに進められているが、本稿で課題としたTB市場の育成は、金融政策の有効性を維持・拡充し、内外からの国際化・自由化の要請に応じていくためにとくに有効な力を発揮するものであり、またその実現可能性は相当に高いものと考えられる。昭和57年度以降、TBの市中売却頻度が増大し、60年には従来行われなかった1—3月期におけるTB売却が実施されるなど、TB市場育成への動きは、すでに始まっているといえよう。

ところで本稿においてわれわれは、「市場の育成による市場原理の活用」という観点を研究テーマのコアにおき、TB市場創設に関する議論を整理する試みを行った。市場メカニズムを機能させるに当っては次のような問題が伴う。すなわち、金融の自由化・国際化・機械化に伴い様々な形態のリスク——市場（為替・金利）変動リスク、アベイラビリティ・リスク、カントリー・リスク、機械の機能停止リスク等——が発生するという問題である。これらのリスクに対しては種々の措置——預金保険制度、監査・格付け制度、ディスクロージャーの拡充、緊急機械整備機構の設置等——が採られることが必要である。われわれは、これらの措置を金融取引が最大限自由に行え、高い市場成果を上げる基盤を提供するものとして評価したい。今後とも変容をとげていくであろう金融環境のもとで量・質ともに強大で、かつ高効率の金融機構を形成することが今日の最大の金融的課題であると考えているものである。

〈注〉

- 1) T B売却に関する最近のデータは次の如くである。従来避けてきた1—3月期におけるT B売却が、60年に入り行われていることに注目すべきである。

表3 政府短期証券市中売却実績

(売却額単位1000億円, 売却額は累計)

年月 T B売却	56年		57年					58年			59年					60			
	5月	11	4月	5	6	7	8	11	4月	5	10	11	4月	5	7	8	10	11	1月
売却回数	4	3	4	7	3	1	3	1	1	6	1	2	2	4	3	3	3	3	2
売却額	15	15	24	23	9	4	9	5	5	25	5	7	15	21	15	15	15	12	7

(三井銀行『調査月報(60年1月)』, 日本経済新聞, および大蔵省データより作成)

- 2) ここに数値例を示しておく。平均的には長期利率の方が短期利率よりも高いとし、T B, 中期および長期国債を各々 $\frac{1}{3}$ づつ発行する場合と長期債のみによって国債発行を行う場合とを比較した場合、前者について年当たり約1.47兆円の利子負担減となることがわかる。

	応募者利回り	発行額	年当り利子負担
T B (60日)	4.914%	122/3兆円	約1.998兆円
中期(2年)国債	6.155	122/3	約2.503
長期(10年)国債	7.346	122/3	約2.987
長期(10年)国債	7.346	122	約8.962

(公社債応募者利回りは、日本銀行『統計統計月報』より、昭和59年11月のデータを利用した)

〈資料および参考文献〉

- ① 日本銀行調査統計局『経済統計年報』
- ② 日本銀行調査統計局『経済統計月報』
- ③ 日本銀行調査統計局『調査月報』(昭和59年5月)
- ④ 日本銀行金融研究所『金融研究』(第3巻第2号, 昭和59年7月)
- ⑤ 大蔵省理財局編『国債統計年報』
- ⑥ 『大蔵省国際金融局年報』(昭和59年版)
- ⑦ 大蔵省財務協会編『これからの財政と国債発行』(昭和59年6月)
- ⑧ 金融財政事情研究会『金融財政事情』(昭和59年4月2日, 同8月27日)
- ⑨ 三井銀行調査部『調査月報』(昭和57年8月, 59年5月, 同7月, 10月, 60年1月)
- ⑩ 日本経済新聞社編『短期金融市場』(昭和57年5月)

- ⑪ 日本経済新聞社編『短期金融市場』（昭和55年3月）
- ⑫ 日本経済新聞社編『欧米金融市場』（昭和57年8月）
- ⑬ 古川顕編『日本の金融市場と政策』（昭和堂，昭和58年3月）
- ⑭ 呉文二・島謹三『金利自由化』（有斐閣，昭和59年8月）
- ⑮ 佐久間潮・打込茂子『アメリカの金融市場』（東洋経済新報社，昭和57年11月）
- ⑯ ポール・ミック『米国の金融政策と金融市場』（時事通信社，昭和59年5月）
- ⑰ 徳田博美編著『アメリカの金融自由化』（金融財政事情研究会，昭和59年8月）
- ⑱ 東洋経済新報社『統計月報』（昭和60年1月）