

資 料

欧米における政府短期証券の

発行方法並びにその金利

〔要 旨〕

米国——国債は原則として公募方式により市中引受で発行されるが、このうち財務省証券（91日物）の発行はテンダー方式をとっている。連邦準備銀行は所有財務省証券中、満期到来額を限度としてテンダーに参加する。

英国——大蔵省証券（91日物）はテンダーとタップの二つの方法により発行される。テンダーには割引業者その他金融機関（但し交換加盟銀行を除く）、一般商社等のほか、英蘭銀行も外国中央銀行等の委託に基いて参加する。タップ方式は為替平衡勘定等の政府関係機関に対するもので英蘭銀行もこれに加わることがある。

フランス——大蔵省証券（半年乃至三年物、通常一年又は二年物）その他国債の発行は市中引受による。フランス銀行保有短期債はその全部が公開市場操作を通じ買入れられたものであり、かつ買入れの条件として3ヵ月以内に期限が到来するものであることを必要とする。

西ドイツ——レンダー・バンクの対政府信用は法律により15億マルクに限定され、政府短期証券は右枠内に於てレンダー・バンクを受託者として発行される。同行の政府短期証券引受レートは公定割引歩合によることとなつてゐるが、1952年以降同行の手持となるものは少く、市場の実勢並びに金融政策を勘案して同行が定めるレートで概ね市中消化されている。

1 米 国

（1）国債公募の原則

米国の国債には市場債としての長期債（Treasury Bond）、中期債（Treasury Note）及び短期債のほか、市場で売買の許されない非市場債（貯蓄債券、特別債等）がある。市場債中の短期債には91日物財務省証券（Treasury Bill）をはじめとして、債務証書（Certificate of Indebtedness——1年以内物）および租税証券（Tax Anticipation Certificate）が含まれている。

各種国債は政府機関に対して発行される特別債を除き確定利付で額面価格パーで一般公募により発行されるが、ただ財務省証券のみは割引発行、競争入札の形式で公募される。

連邦準備銀行による国債の直接引受は1935年銀行法により禁止せられた。これは政府証券発行条件を市場のそれに合致せしめると共に、安易な財政の膨脹を防止することを目的としたものであ

る。ただ1942年の戦時立法により残高50億ドルを限度として連邦準備銀行が政府証券を直接引受けることが認められ、その後この特例は数次の延長を重ね本年度再び一年間延長せられた。尤もこの引受は赤字財政の補填、或いは季節的財政収支尻不足の補填を目的とするものではなく、極めて技術的な必要性に基く短期の資金調整を目的としてなされるものである。従つてこの政府証券は、期間1日・利率 $\frac{1}{4}\%$ の特別債務証書であり、勿論市場で売買されることはない。1942年6月より1945年12月迄発行回数53回、又1946年以降53年末迄8年間における発行回数は66回、何れも主として3、6月の徴税期に発行された。平均発行残高は約3億ドルに過ぎない。

（2）財務省証券の性格

財務省証券（91日即ち13週間物）は毎週競争入札制度により短期資金を調達することを目的として1929年より発行されているものである。

財務省証券は常時市場において現金化し得るは

勿論、短期証券であるため価格の変動が少いところから処分損をきたすことが少い。従つて最適の流動資産として商業銀行の第一線準備に保有されるほか、一般企業もまた一時的余裕資金を大量に、財務省証券に投資し運用している。

米国においては商業手形、銀行引受手形等優良短期証券が種々の事情により比較的発達をみず、その何れもが残高としては1920年代より寧ろ減少しており、今日短期証券としては財務省証券が短期資金市場において圧倒的な重要性を有している。

財務省証券も国債の一部として(1956年2月末現在総国債残高2,801億ドル中、財務省証券残高223億ドル)財政赤字補填の役割は果していることは勿論である。然し財政赤字は主として長・中期国債(貯蓄債券を含む)及び債務証書により、季節的な赤字は租税証券によつて賄われ、財務省証券残高はむしろ景気動向に対応して、経済の流動性を高めるか又は低めるかという観点から調整されている。

財務省証券は以下に述べる如く競争入札制により公募されているが、それはこの発行方法により市中の資金の需給情勢に応じた金利を附与することを目的としたものである。同証券金利は市中の金融情勢を最も的確且つ敏感に反映し、市中の代表的、中心的金利として大きな意義を有し、金融財政当局にとつても、金融政策、国債管理政策を遂行する上に一つの重要な指標となるものである。

(3) 財務省証券の発行方法

毎週木曜日発行額(現在16億ドル)等の要綱が財務省より公表され、翌週月曜日午後2時迄12連銀及び同支所(25カ所)において入札を受け、同週木曜日附で発行される。銀行を通して入札する場合には電信にて入札可能である。

入札に際し銀行、信託会社、有名証券ディーラー以外の者は入札額面の2%の deposit を必要とする。但し銀行及び信託会社の支払保証ある場合は不要である。

入札方法には競争入札(competitive tenders)と非競争入札(non-competitive tenders)がある。後者は平均落札価格で入札したこととするもので、20万ドルを限度とし誰でも本制度を利用し得る。

この非競争入札制度は、入札方法に馴れない小銀行に市場を拓けることを目的とし1943年より始められたもので、近時一般企業の入札増大につれ、非競争入札額の割合も1947年の2%より1953年には15%へと増大してきている。

入札は1,000ドル単位で償還期金額を100とし小数点以下3位の数字で表示される(例えば99.666)。

入札終了と共に受付各地区連銀は電信にて財務省に入札内容を報告、財務省は最高入札価格分より漸次低価格入札分を落札し、ほぼ応募額に等しい額に達する迄割当する。同価格で入札されたものの全額を落札し得ない場合には応募額に比例配分して割当する。

(注) 56年2月7日発行分の実績では落札したものは99.429(年率2.259%)より99.424(年率2.279%)のもので最低入札価格分についてはその28%が割当を受けた。平均落札利率は年率2.271%である。なお申込額2,413百万ドルで割当を受けた額は1,600百万ドル、内230百万ドルが非競争入札分でこれは平均落札価格で応募額全額割当を受けた。

財務省は月曜中に割当てを決定、連銀は入札者に結果を通知し、新聞には火曜日に平均入札金利等が発表される。

落札者は同週木曜日迄に連邦準備銀行に現金、連銀預金及び1947年以降認められた方法として同木曜日満期到来の財務省証券をもつて払込を完了しなければならない。(財務省証券に限り市中政府預託金勘定への払込は認められない)。

(4) 連邦準備銀行の入札に対する態度

財務省は直接連銀より借入を行わない。この原則を堅持して1947年前記の如く新規発行債の払込に満期到来債を充当し得るに至る迄は連銀は入札を行わなかつた。従つて満期到来債の減少を補填するためには市場より買入を行う外なかつた。満期到来債による払込が認められるに至つて始めて連銀も入札に参加するに至つたが、連銀は所有財務省証券中満期到来額以上の入札は行わない。従つて連銀所有額の増加は全て市中よりの買上げによるものである。

連銀の入札は公開市場委員会の指示に基づき行われ、一般入札者と同様に入札時迄に他の入札価格

を知らされず、一般入札者と同列に入札する。

連銀が金融を引締めようとする場合には低い価格で入札し、満期到来債の全額又は一部が現金償還を受け得る如く措置する。この場合には新規財務省証券平均入札価格が低下する（金利の高騰）とともに連銀所有国債が償還されるため通貨量は減少しデフレの効果を齎らす。斯くの如く、連銀は入札価格の操作により金融調整を行い得る。

しかし入札制度の狙いは、財務省の必要とする資金に対して市場の要求する金利を附するというにある。従つて連銀も、右財務省証券金利を特定の水準に維持する目的をもつて入札時に金融調整を行うことは原則として行わない。

もし連銀がこの原則に反して市中の実勢金利より低い金利を維持せんとするならば、公開市場において買操作を行わざるを得ず、これはインフレを招来する結果となろう。逆に市中の実勢金利より高い金利を維持せんとするならば売操作を行い、デフレを促進することとなろう。連銀が国債価格支持制度に強硬に反対したのはこのためであり、連銀が金融操作により調整するものは資金のアベイラビリティであつて金利水準ではないとの態度をとっているのもこの故に外ならない。

ただ例えば12月の如く現金通貨に対する需要が季節的に増大し、金融が一時的に逼迫する場合、15日以内の期間に売戻す条件付でディーラーより財務省証券を買上げ、ディーラーの手持をすかせ、新規発行債の金利の急騰をさける措置をとることがある。然し右は一時的金融逼迫の調整であつて、それ自体国債の発行を容易ならしめるための金融措置とみることは妥当ではない。

(5) 財務省証券の売買（政府証券ディーラーの地位）

既存財務省証券の売買は政府証券ディーラー及びディーラー業務を兼ね行う銀行（両者計約25店）により店頭売買（over-the-counter）形式により行われている。ディーラーの買値と売値の差額がディーラーの収入となり、手数料（commission）は徴収されない。

新規発行財務省証券の約70%はニューヨーク地区にて落札される。ディーラーはニューヨーク所在大銀行とともに勿論主要入札者である。商業銀行

以外の投資者（non-bank-investor——保険会社、相互貯蓄銀行、企業）或は小銀行はニューヨーク所在銀行を通じて入札するか、前記非競争入札制を利用するかであるが、適切な入札価格を知ることが困難であるため、一部のものは直接入札せず、ディーラーより落札分を買入れる方法をとっている。斯くの如くディーラーは既発行債の売買、新規発行債の入札において重要な役割を果たすものである。連邦準備銀行が公開市場操作を行うのは右ディーラー中5商業銀行を含む10ディーラー（recognized dealer）に限られている。政府証券ディーラーは連銀との国債売買により直接又は銀行との国債売買により間接にFederal Fund（連銀預金）を獲得し、右資金の売買のエージェントとなつている。換言すれば本邦におけるコール業者の地位をも兼ねているわけである。

2. 英 国

政府の短期資金調達方法としては現在大蔵省証券（Treasury Bill）の発行及び一時借入金（Ways and Means Advance）の二種類がある。また為替平衡勘定も所要資金を大蔵省証券の発行によつて賄つている。

(1) 大蔵省証券

大蔵省証券は大蔵省の権限下において英蘭銀行を通じて発行されるが、その発行方法には一般に対するテンダー（tender）と政府機関に対するタップ（tap）（注）の2方法がある。期間は91日（昨秋には63日物も発行された）で券面金額は5千、1万、2万5千、5万、10万ポンドの5種類である。

（注）タップ発行とは需要者の欲するときに一定割引利率で発行されるという意味である。

(イ) テンダー発行

英蘭銀行において毎週金曜日午後1時に、次週中に発行する大蔵省証券の入札を行う。募集額は前週金曜日に発表される。入札参加者は英蘭銀行の所定用紙により、ロンドンの銀行、割引業者、ブローカーを通じて入札する。入札額は額面5万ポンド以上であることを要する。発行日は希望の日を指定する。但し大蔵省は入札を拒否する権限を保留し、事実発行額を募集額以下に止めることが

ある。入札の結果は入札日の午後、最低落札価格とその価格による落札比率、応募総額、落札総額、平均割引利率について発表される。落札者は発行日の午後1時30分(土曜日は正午)までに現金または英蘭銀行小切手で英蘭銀行に払込む。応募者は割引業者、英連邦及び外国中央銀行、その他金融機関、一般商社等であるが、割引業者(12社)はシンジケートを結成して一定価格で募集額とほぼ同額の応募をする。従つてその応募価格が最低落札価格となる。ロンドンの交換加盟銀行は割引業者との協定に基づき、顧客の委託によるもの以外に、自己の勘定で入札に参加することはない。英蘭銀行は英連邦及び外国中央銀行の委託に基づいて参加している。

(ロ) タップ発行

郵便貯蓄、国民保険基金(以上国債管理委員 National Debt Commissioners が運用している)、為替平衡勘定、英蘭銀行発行部等に対し、一定価格で随時発行される。その割引率は不明であるが入札の割引利率よりも低いといわれている。

政府機関に対して特別の発行方法がとられるのは、政府機関が入札に参加するときには英蘭銀行を通じて行うこととなり、その場合政府機関に有利な落札をするという疑惑を生じ、またその他の入札参加者を圧迫するという事情によるものと見られている。

(2) 一時借入金

国債管理委員の運用する資金およびその他政府機関の余裕資金が国庫の一時借入金として利用されている。これは金利は3%以下で借入の次の四半期中に償還さるべきものとされている。英蘭銀行よりの一時借入は国債利子の支払時期に行われる程度である。

3 フランス

フランスにおける短期証券はその殆んどが大蔵省証券(Bons du Trésor)から成り、我が国の食糧証券、外為証券に相当するものはない。

(1) 短期証券の発行方法

フランス銀行の引受はなく、市中銀行をも含めた市中公募による。従つて短期証券の消化によつても賄われ得なかつた財政の赤字はフランス銀行

借入に依存して補填する以外に途はない。

フランス銀行の政府に対する貸付は、債券特権の代償としてフランス銀行法に規定された無利息の常時貸付(限度500億フラン)以外は、すべて両者間の協約(convention)に基づいて制定される法律によつてのみ行われうる。従つてこの貸付金の限度引上を要するが如き財政収支の不均衡については、協約の締結に際しフランス銀行の同意を要件とし、また当該協約の立法化に際し議会の批判をうけざるを得ず、制度的には大きな制約が加えられている。

(2) 発行条件

フランスにおいては租税其他の財政収入に限界があり、また歳出の削減も思うに任せない状況にあるため、政府は大蔵省証券を中心とする各種公債の消化に意をつくさざるを得ない。従つてフランスの大蔵省証券は単に年間に於ける財政収支の季節的な不均衡を調整する手段たるに止まらず赤字国債の性質を有している。

大蔵省証券は最長3カ年迄の期限(1年、2年物が最も多い)で、発行条件(期限、利率、免税特典等)は市場の状況に応じ様々であるが、すべて公募によつているので市場性のない証券の発行は考えられない。

(3) フランス銀行による短期証券の買入れ

フランス銀行の保有短期債はその全部が公開市場操作を通じて買入れられたものであり、買入流通証券(Effets négociables achetés en France)として整理されているが、買入れの条件として当該証券の期日が3カ月以内に到来するものであることが必要とされる(買入レートは公定歩合と同一レート、現行3%)。従つて市中保有証券が短時日の中にフランス銀行に肩代りされることは嚴重に封ぜられている。

(4) 外貨並びに主要食糧(小麦)市場操作の 為の金融措置

(イ) 為替安定基金(Fonds de Stabilisation des Changes)

為替安定基金はフランス銀行と並ぶ金及び外貨の公的保有機関として、フランと外国為替の関係を調節することを主たる任務とし、政府の責任と勘定に於て、フランス銀行の管理の下にフランス

銀行総裁の定める運営条件によつて、公認為替市場並びに自由金市場に対する操作を行う。基金所要のフラン資金を供給する為、フランス銀行は基金に対し金及び外貨の売買を行うほか、無利息の貸付を行うことが出来る。従つて、イギリスの如き短期証券による市中調達の方法はとられていないので、保有外貨の増減は直接にフランス銀行券の増減に反映するわけである。基金の資金繰は秘密であり、その内容を明らかにし得ないが、基金設立の趣旨及び一般財政の運用状況から見て、基金のフラン資金が財政資金に流用されるが如き事態はあり得ないものとみられる。

(ロ) 穀物局 (Office national des céréales)

フランスの主要食糧（特に小麦）は現在価格統制下にあり、100 キログラム当り 3,400 フランに法定されているが、蒐荷販売の為の金融は、小麦協同組合（生産者の組織する蒐荷団体で生産者から買入れた小麦を所定の販売業者並びに加工業者——小麦取扱業者——に販売する）振出、穀物局保証の手形に対する農業信用組合及び農業金融庫の割引によつて行われ、フランス銀行は必要に応じ当該手形の再割引を行うこととされている。従つて我国に於る食糧証券の中央銀行引受制度の如きものは存在せず、また右手形再割資金が財政資金に流用されるが如き事態も生じない。

4 西ドイツ

(1) 短期証券の発行方法

西ドイツの政府短期証券はレンダー・バンクを受託者として発行される。レンダー・バンク発足当時はこの大部分が同行の手持ちとなつたが、52年以降は殆んど完全に消化されている。短期証券の購入者は政府関係機関、保険会社及び銀行である。個人が金融機関を通じて短期証券を購入することは金利協定によつて原則的に禁止されており、実際に行われていない。

レンダー・バンクの受託発行の根拠は同行法第14条a項「ドイツ連邦共和国政府のために大蔵省手形、確定利付債券及び登録債券の売買を行うことができる」に基くものと考えられる。即ち同条(b)、(c)項においてレンダー・バンクが前記証券を公開市場で売買しうることを規定している点か

ら見て、本条項は政府とレンダー・バンクとの間における、これら証券の売買を規定しているものと解される。なおレンダー・バンクの大蔵省証券等取得額は政府に対する貸付額と合算して15億マルクを超えることを得ない。

なお旧ライヒス・バンク時代につき附言すれば、1924年のライヒス・バンク法には同行引受の規定はなく、引受発行は行われなかつた模様であるが、1933年の改正に依り対政府信用枠(1億ライヒス・マルク)の範囲内で同行の引受義務が規定せられ、更に1937年の再改正に依り限度が撤廃され無制限引受が行われていた。

政府短期証券には連邦及び連邦鉄道の大蔵省手形(Schatzwechsel——90日以内満期)があり、このほか期限半年～2年の割引大蔵省証券、連邦鉄道証券及び連邦郵便局証券等がある。現在発行額の最も多いのは連邦鉄道証券である(もつとも平衡請求権と交換に発行されている大蔵省証券を含むと連邦の発行額が最も多い)。我国の糧券に相当する備蓄局手形(3カ月以内)は商品担保、政府支払保証付で、市中金融機関に依り引受けられている。発行額は制度設立当初(52年2月)7億マルク(現在不詳)で輸入穀物及び飼料のインベントリー金融を主目的とし、レンダー・バンク再割約定付である。外為証券に相当するものはない(外貨集中機関はレンダー・バンクで政府ではない)。また現在財政黒字に依り大蔵省証券が減少しているため、専ら公開市場操作に用いるためレンダー・バンクの手持平衡請求権と交換に同行に手交されている大蔵省手形及び証券がある。本証券は額面で交換され連邦政府から別途3%の利子が交付される点が他の蔵券と異なる。

短期証券発行限度——連邦基本法は法律に依らざる公債発行を認めていないが、短期証券発行については特に規定がない。

(2) 金利

レンダー・バンクが引受ける政府短期証券の引受レートは公定割引歩合による。同行による政府短期証券の市中売却レートはレンダー・バンクが市場金利の実勢及び金融政策的立場を勘案の上決定する。なお短期証券の同行買入れレートは売却レートより $\frac{1}{8}\%$ 高である。