

# 經濟論叢

第135卷 第5・6号

---

- 18世紀におけるバルルマンと王権(2) ……………木 崎 喜代治 1
- 資本市場のシグナリング・モデルについて ……小 島 專 孝 29
- 赤字国債の累積と金融・証券(上) ……………西 村 貢 49
- ICI における労働組合主義 ……………服 部 良 子 67
- 矢内原忠雄の人口問題論 ……………中 西 泰 之 86
- 

昭和60年5・6月

京 都 大 學 經 濟 學 會

## 赤字国債の累積と金融・証券（上）

——「金融の国債化」と「国債の金融化」を中心に——

西 村 貢

### I はじめに

——金融・証券市場と国債問題——

「70年代においてわが国証券業界は、国債の大量発生のもとで大きな構造変化を遂げた。（中略）証券業務自体も70年代半を境として、株式の比重が低下し、公社債の占める比重が急速に拡大するという変化が生じた。」<sup>1)</sup> 林健一郎氏（野村総合研究所・証券調査部副部長）は、このように述べておられる。日本の金融・証券市場<sup>2)</sup>は、「戦後35年にわたって維持されてきた証取法65条の体制は改編に向けて大きな一歩を踏み出すことになった」<sup>3)</sup>といわれるほどの大きな「構造変化」を経験している。かかる「構造変化」のなかで「第一次石油危機以降の日本の証券市場における最大の変化は国債の大量発行と本来的な意味での国債流通市場の形成である」<sup>4)</sup>と述べられているように、国債市場は証

1) 林健一郎「証券業」『経団連月報』1981年4月号、72ページ。「市場規模を、株式の時価総額と公社債現存額とで比較すると1976年ころまでは、両者が1対1であったものが、79年度末では株式72兆円、公社債132兆円と1対2に近づいた。」同前72ページ。

2) 以下本稿では、「金融市場」は総称として、「金融・証券市場」は長期金融市場とほぼ同義で使用する。「金融市場はさまざまな部分市場に分けられる。これらの部分市場についての一般的分類として、短期金融市場と長期金融市場との区分がある。（中略）これ（長期金融市場）はさらに証券市場（株式市場、債券市場）と長期貸付金市場の部分市場に分けられ（る）」吉野俊彦『金融用語辞典』。

そして、「公社債」は「国、地方公共団体、政府関係機関、事業会社などが、それぞれの法律に定めるところに従い、（中略）発行する有価証券のことで、単に債券とも呼ばれる」（『同前』）という意味で使用する。

3) 岡崎守男「戦後日本経済の資本蓄積と証券市場」岡崎守男・浜田博男編『現代日本の証券市場』1984年、38ページ。

4) 同前37ページ。

券市場において重要な位置づけをあたえられ、また、証券市場を規定づけさえしている。

では、林氏の指摘されていた「構造変化」とはいかなる事態であるのか。1960年代後半以降における、証券市場の構造における量的な変化と、その量的な変化に表現される質的な変化とは何か。本稿の検討課題は、まずこの点にむけられる。

今日の金融・証券市場とりわけ公社債市場は、発行・流通市場において、70年代後半以降「漸次勢いを増してきた『2つのコクサイ化——国債化と国際化』という大きい潮流が、一段と力とスピードを加え、市場を根底から動か<sup>5)</sup>しているといわれるほどの著しい「構造変化」を遂げている過程にある。それに伴い、金融・証券市場の制度・運営という市場の枠組的側面においても、行政諸政策体系の側面においても、「50年ぶりに改正された新銀行法は昨年（1982年）4月に施行されました。われわれ行政当局も新銀行法の理念を着実に定着させるべく行政の弾力化・自由化を推進し、すでに3次にわたる措置を講じてきたところであります。（中略）ところで、以上のような金融を取り巻く環境の変化とともに、近年、金融自体の自由化、国際化、機械化、業務の多様化などといった現象が急速に進みつつあり、これにどう対応していくかが、喫緊の検討課題<sup>6)</sup>」であると大蔵省は考えている。

従って、今日の金融・証券市場、とりわけ、それを規定している公社債市場は「いまや明らかに、新しい段階、新しい時代に入りつつあるといえよう。』<sup>7)</sup>それ故に、70年代以降の「高度成長経済から低成長経済への転換は、民間投資主導型蓄積から財政主導型蓄積への転換を内容としている<sup>8)</sup>、かかる諸資本の

5) 公社債引受協会『昭和58年度の公社債市場の動きについて』1984年、1ページ。

6) 宮木保孝（大蔵省銀行局長）「序」『大蔵省銀行局金融年報昭和58年度版』1983年、佐藤徹（大蔵省証券局長）「わが国証券市場は急速な変貌を遂げつつあり、そのなかで新しい制度が実施され、また、制度の改善の提言が行なわれているわけですが、今後ともそれらの提言等を適切に実施に移すとともに、引き続き制度の整備、改善のための努力を続けていかなければならないと考えております。」「序」『大蔵省証券局年報昭和58年度版』1983年。

7) 前出『昭和58年度の公社債市場の動きについて』1ページ。

8) 志村嘉一「転換期の経済」有沢広巳監修『証券百年史』1978年、377ページ。

運動がもたらした前述の諸傾向が、いまや、諸資本の運動形態を逆規定する要素となっている。なかでも重要な要素として、赤字国債の大量発行・累積と金融・証券市場の国際化をあげることができる。

1983年度を例にとれば、それらは次のような諸特徴として顕在化しつつある。

まず証券発行市場では、国債を中心とする公共債の発行増加(発行額 22兆1,700億円, 前年度比 1兆1,400億円増)が持続する一方で、民間債(発行額 1兆5,618億円, 同500億円増)については、事業債の不振(発行額 6,830億円, 前年度比35%減)と転換社債の盛況(発行額 8,610億円, 同2倍強増)という著しく対照的な事態がみられる。とりわけ、一般事業債の発行不振(発行額 1,470億円, 前年度比58%減)が著しい特徴である。また、転換社債の発行額が事業債のそれを上回ったのは史上初めてである。

さらに、国内発行の停滞と海外市場(特にスイス)発行の増大(前年度比1.4倍増)という、これも対照的な事態が生じた。民間債資金調達における「内外逆転」現象(国内発行額を23%上回る)もまた史上初めてである。(第1表を参照)

かかる発行市場での事態の変化に伴い、流通市場では「国債の大量発行のもとで金融の債券化現象」<sup>9)</sup>がより一層進展した。債券売買が一段と積極化し、83年度中の売買高は462兆円に達し、前年度を30%程度上回る急速な拡大を示した。

従来、戦後の証券市場においては発行市場と流通市場との本来的には相互補完的で有機的な連関は、恒常的に遮断されてきた。それを可能にしてきた条件は、公共債の発行が市場金利の実勢とは一応独立に、現実資本の蓄積のために低利な設備投資の資金供給を目的として政策的に決定されてきたことによる。さらに、日本開発銀行等の国家の政策目的にそった特殊な機能を担う機関に、資金的基礎を与えるために債券発行等における特権的地位が政策的に保障されてきたことによる。従って、これらの債券は、利子生み資本の運動形態をにな

9) 前出『経国連月報』74ページ。

第1表 内外市場における社債発行額

(単位: 億円, %)

年度		1981	1982	1983
内 国	普通社債	12,690	10,475	6,830
	(九電力債)	9,310	6,980	5,360
	(一般事業債)	3,380	3,495	1,470
	転換社債	5,260	4,175	8,610
	新株引受権付社債	200	470	170
	小計 (A)	18,150 (61.9)%	15,120 (52.4)%	15,610 (44.9)%
外 海	普通社債	491	6,812	4,039
	転換社債	10,247	6,275	11,914
	新株引受権付社債	443	658	3,231
	小計 (B)	11,181 (38.1)%	13,745 (47.6)%	19,184 (55.1)%
	合計 (A)+(B)	29,331	28,865	34,794

注) 都銀及び銀行系海外子会社含まず。

資料) 公社債引受協会『昭和58年度の公社債市場の動きについて』1984年6月16, 21ページより作成。

うとはいえ、基本的には財政資金の政策的運用という側面が強く、かかる運用を金融的手段によって補強するために、証券発行という手段を補完的に用いたにすぎなかった。

それらを媒介として、国家は金融市場を政策的に補完し、誘導してきたのであり、金融諸機関は業態間の分業的相互依存関係に存立の基盤を築いてきたのである。

だが、70年代において国債発行を槓杆とする公社債市場の展開が、根本的な変化をよびおこした。すなわち、一面で国債の大量発行に照応して、これらを引受けた都市銀行を中心とする金融諸機関が金融債等の保有債券を市場に売却せざるをえない事態を招いた。これが、金融諸機関に債券流動化圧力を強める

10) 志村嘉一「国債大量発行が進められている現状では、割り当て消化が行なわれ、それが金融機関の債券流動化圧力として働いている。資金ポジション調整手段としての短期証券売買市場がないため、長期債券が条件付きで売買され(現先取引)、それが事実上、短期金融取引のための手段とされている。(中略)それは債券市場自由化のあらわれというより、むしろ統制された公社債市場のすき間に形成された短期金融市場ともいべき性格のものである。」前出379ページ。

結果となった<sup>10)</sup>。このために、金融諸機関の側は、債券の購入や売却にあたって流動利回りの動向に敏感にならざるをえず、これに伴って、中期国債等の公共債の発行条件は市場実勢を反映して弾力的に変更されざるをえなくなった。

従って、発行市場と流動市場との間に有機的な連関を整備する必要が生じ、かかる事態の一側面として、金利の自由化<sup>11)</sup>を軸とする金融の自由化といわれる諸政策が展開されてくる<sup>12)</sup>。

この過程は、端的にいえば、政策金融を支えてきた国家の財政力が低下し、公共債の発行は、財政力を補完する手段から、財政力それ自体をつけるための大規模な資金調達機構に転化せざるをえなかったことを示している。いまや、財政資金を調達するためには、市場条件にみあう債券形態と金利を保障しなければならなくなったのである。この点が、現代の資本蓄積といかなるかわりをもつかは、次章で詳しく検討するであろう。

前述した諸傾向は、制度・運営の面でも戦後の金融市場を規定してきた枠組みの変更を余儀なくした。この結果、いわゆる「銀行と証券の垣根」論争が発生したが、81年の銀行法の改正という「画期的な措置」によって、銀行等に対しても83年4月から長期国債の、また10月から中期国債の窓口販売が認められた<sup>13)</sup>。

11) 志村嘉一「金利弾力化の動きは必ずしも金利自由化を意味するものではない。流動利回りの動向に対応しつつ発行条件は弾力的に変更されるようになったが、依然として人為的規制が加えられており、各方面から起債自由化、金利自由化の要求が出されてくる。」同前379ページ。

12) 「金融の自由化は不可避的に進展するとみられ、金利規制に固執すれば規制金利商品から自由金利商品への資金シフトを招き、円滑な金融を阻害したり、海外市場での資金の調達・運用が増大し、国内市場の縮小や衰退をもたらす。従って金融の自由化には前向きかつ主体的に対応し、わが国金融の一層の効率化を図る必要がある。」大蔵省「金融自由化の展望と指針」1984年4月。

13) 国債の窓口販売の実態は政策意図と照応していない。

政策意図：「金融機関は、豊富な店舗網を有している。また、この店舗網を背景に、一般大衆を顧客層として擁しており、これらの窓口においても国債の販売を行うことにより一層の個人消化を期待できよう。(中略)銀行等による窓口販売が実施されたことに伴い、一般投資家の利便が著しく増大し国債がいわゆる身近な貯蓄手段として一層利用されることが期待される。」松野允彦編『国債』1983年156-157ページ。

ところが、実態は「銀行の国債密販の消化先をみると、下期を中心に、市況上伸を背景とした事業法人のキャピタルゲイン指向の買入れが相当の割合を占めている模様であり、安定的な個人消化の拡大といった本来の狙いとは異なる隔たりがあったことも否めない事実である。」前出「昭和58年度の公社債市場の動向について」5ページ。

これにつづいて84年6月から国債のディーリングが開始された<sup>14)</sup>。このことは、証券業務と銀行業務（預金業務、決済業務）との分離を基礎としてきた戦後の金融市場の枠組みが、新たな局面へと移行しつつあることを示している。

このように、今日の金融市場は、70年代後半以降における大量赤字国債の累進的継続発行の段階から、近づきつつある赤字国債の償還・借換えを含む継続発行の段階への移行期にあり、金融市場を規定づけていた諸政策・運動形態の再編への、従って、それらに規定づけられてもいた固有の証券市場の再編と独自の展開の編成替えへの移行期にある<sup>15)</sup>。

以上に概括した金融・証券市場における変化は、証券市場論の見地からみれば、どのように特徴づけられるべきであろうか。多くの金融評論家、エコノミストは「金融市場の自由化、国際化」として特徴づけてきた。この「自由化、国際化」の背景にある事態を把握する方法として、故川合一郎教授は次のように指摘されている。すなわち、「証券市場論としても今までは、株式市場と切り離して論ぜられていた国債市場が、株式市場と、背後において連関するものとして論じうるようになったのである。（中略）スタグフレーション段階にお

14) 「銀行の公共債ディーリングで目立つのは、売買高の約30%にあたる2兆1,000億円が現先（戻し条件つき債券売買）の取引であること」『日本経済新聞』1984年7月15日付。

銀行のディーリング実績（1984年6月分）

（単位：億円、%）

都 銀	13行	28,200億円	42.5%
長 信 銀	3行	11,200	16.9
信 託 銀 行	7行	9,200	13.9
地 銀	10行	10,200	15.4
農 林 中 央 金 庫		7,500	11.3
合 計		66,300	100.0

資料) 『日本経済新聞』1984年7月15日付より作成。

15) 林健一郎「60年代に行なわれた膨大な設備投資の更新期が到来するが、これに対して潤沢な資金調達場が提供される必要がある。（中略）昨年（1980年）春以来、証券取引所で提唱されはじめた株主重視の考え方もその一環である。企業経営においては、利潤の極大化と同時に、資本・配当政策面で時価総額をいかに極大化させるかが、たえず配慮されている必要がある。」前出『経団連月報』73-74ページ。

ける、金融資本（株式会社・資本市場）と管理通貨（制）（財政・通貨発行）の統一的把握を基礎として、その上に、より現実接近した要因を取り入れて展開され<sup>16)</sup>るべきであると。このような方向を証券市場論に導入した場合、国債発行の「行き過ぎは、一方ではクラウディング・アウトによって民間資本市場を侵食し、他方では管理不能のインフレーションを引き起こす<sup>17)</sup>」と教授は指摘され、国債の金利を政策的に決定すべきか、「自由化」すべきか、を議論の焦点の一つとしたのは当然である。これと同様の見地から中島将隆氏もまた国債管理政策に論究し、「国債市場が今後どのような展開をみせるのか、この問題は今後の財政政策、金融政策、証券市場政策にとって最大の問題である。今後の国債管理政策の方向が、これらの政策を決定する<sup>18)</sup>」と主張される。

本稿では、川合教授の問題提起を加工しつつ、これを中島氏が主張されるように、国家の資金調達における金利をめぐる対抗論の見地<sup>19)</sup>から、ただちに政策論に関連づけるのではなく、赤字国債の累積化のもとでの資本の運動とその諸特徴を明らかにするという見地から検討をすすめたい。

そして、これらの諸特徴が財政にとっていかなる新たな運動形態をもたらすものであるのか、さらに、財政の諸傾向を媒介として金融市場の展開はいかに

16) 川合一郎「序文」川合一郎編著『日本の証券市場』1979年、iii ページ。

川合一郎「国債の比重増大は、事業法人の投資機会が減少したのを、国家がつくりだそうとしたからであり、証券市場の国際化は国内に投資先を見出しえない資金が外国に流出したことによるのである。いわば過剰な資金＝過剰流動性が投資先を求めた結果である」「昭和40年以後のわが国証券市場の構造変化」同前、55ページ。

同著執筆一同「従来、株式会社と公社債市場は証券市場論の中で別々に展開されてきたのであるが、スタグフレーションを介して三つの特徴（証券恐慌以後の特徴である時価発行、法人化現象、国債発行——筆者）を相互に脈絡をもって展開できるというものである。現代証券市場の構造分析を行なうときの、これは新たな分析視角といわねばならない。」同前、315ページ。

17) 川合一郎「序文」同前、iii ページ。

18) 中島将隆「国債発行と証券市場」同前、203-204ページ。

中島将隆「今後の国債市場がいかなる命運をたどるか、これはいつにかかって人為的な金利体系の矛盾をどのように解決していくのか、金融市場の制約に従い、現実を直視してインフレ回避のために従来システムを変えていくのか、それとも従来システムに合わせて現実をねじ曲げていくのか、すべての問題はこの点に依存している」同前、230ページ。

19) 中島将隆「政府資金を安価に調達したいという要求と民間部門に優先して調達しなければならないという要求は、たがいに相容れない要求である。」「日本の国債管理政策」1977年、117ページ。



規定づけられてゆくのかを解明しようと思う<sup>20)</sup>。

## II 国債大量発行と債券市場

### —「金融の国債化」と「国債の金融化」—

1970年代後半以降においては、財政資金の金融的形態の累進的展開がみられた。すなわち、急激に累積化した赤字国債と継続的に肥大化した財政投融资を中核とする財政資金の金融的形態は、金融市場における公社債市場の量的比重の増大をもたらした。それと同時に、国債は発行・流通局面において、ますます金融市場の状況に規定されざるをえず、金融市場での諸局面・諸要素とますます整合性をもつことを強いられた。このことは、金融市場において既存の金融債等の運動形態と整合性をもつ国債の運動形態、すなわち「国債の金融化」を進展せしめた。

他方、金融市場にとっても、従来は資本が相互にとり結ぶ債権債務関係を基軸とし、公債市場は分離・個別化されてきたのであるが、市場の重層的一体化の進展と公債市場の圧倒的な量的拡大は、国債を金融債等と同一のものとして包摂することを余儀なくし、包摂した国債によって金融市場が規定づけられる局面を迎えた。これを「金融の国債化」と呼ぶことができよう。

このように、70年代後半以降における金融市場の前述した諸特徴・諸傾向は、従来のように、資金の供給と調達を内容とする金融取引を土台とした資本相互の経済関係だけでなく、財政の一環としての国債の発行・流通という運動に媒介されたことによるのである。この意味では、今日の金融市場の諸特徴・諸傾向は、株式市場のように資本相互の経済関係に重点をおいた規定よりも、国家と経済の相互関係をふまえた、より多様な諸規定を念頭において規定されなければならないであろう。さらに、現実の行政諸政策や貨幣資本の投融资におい

20) 館龍一郎「国債はいうまでもなく公社債市場における中心的銘柄であり、国債市場の在り方は他の公社債市場、ひいては金融の在り方を規定するものと考えられる。」「国債の大量発行時代」前出『証券百年史』383ページ。

ても、今日では国債の発行・流通・償還を中核とする公債市場の運動に規定される局面が強まっている。

元来、戦後憲法体制の一環である財政民主主義を法的に規定した財政法は、赤字国債の発行を禁止していた。しかし、赤字国債の継続的発行は、いまや、財政と金融の一体化のもとで、債券市場と財政活動の双方において、動かしがたい構造的一部分となっている。

第2表で示されるように、今日の事態は75年の赤字国債の追加発行を画期として、それまでの建設国債のみの発行とは、発行国債の種類及び規模においてまったく異っている。累進的に拡大してきた赤字国債は、83年度以降建設国債の発行額を上回る規模に達している。

そして、84年3月末の中長期国債残高は、約110兆円である。国債依存度も漸次的に上昇し、「日本は30%前後で、アメリカ、イギリス、西ドイツなどに比べ、格段に高い。中長期国債残高の名目GNPに対する割合は39%と、英国（44%）に次ぐ高さ<sup>21)</sup>となっている。それに応じて、国債の利払い費も増大し、84年度は約9兆円で、公共投資の予算額約6.5兆円をはるかに上回っている。

国債の発行方式では、国債引受シンジケート団の引受（以下シン団引受と略す）が70年代前半まで圧倒的なシェアを占めていたが、大量国債の継続的発行に伴い市中消化を拡大するために、77年1月から中期割引国債が発行され、78年6月から中期利付国債が公募入札制で発行されるなど、発行国債の短期化傾向を中心とする種類の多様化と、公募入札制、従って個人消化を模索する発行経路の多様化が、発行形態の多様化政策の一環として推し進められてきている。これらは、いわゆる「市場原理」の導入による「国債の金融化」を促進し、国債投資と預貯金との類似性を強めざるをえない。

そして、今日の金融市場における金融商品の提供者である金融諸機関に、金融商品の「開発競争」及び「競合」をもたらしている<sup>22)</sup>。と同時に、新金融商

21) 『日本経済新聞』1984年8月2日付。

22) 金融商品の概要については、中島将隆「金融革新のパワーポリティクス」『経済セミナー』1984年6月号を参照。

品の「開発」と発行経路の多様化は、従来の業態間の非競合による分業的相互依存関係の維持を基礎とする金融保護行政とは必ずしも政策的整合性をもたず、金融諸機関の支配体制の再編を促進させざるをえない。

そして、今後とも累積化を続けると予想される国債残高を、金融市場におけ

第2表 国債発行額の推移

区分 年度	国債発行額実績（収入金ベース）					シ 団 引 受	
	新規財源債			借換債	合計	新規債	借換債
	建設国債	赤字国債	小計				
1965	1,972	—	1,972	—	1,972	1,085	—
66	6,656	—	6,656	—	6,656	6,656	—
67	7,094	—	7,094	—	7,094	6,110	—
68	4,621	—	4,621	—	4,621	4,375	—
69	4,126	—	4,126	—	4,126	3,826	—
70	3,472	—	3,472	—	3,472	3,172	—
71	11,871	—	11,871	—	11,871	9,172	—
72	19,500	—	19,500	—	19,500	17,000	—
73	17,662	—	17,662	5,958	23,620	14,722	584
74	21,600	—	21,600	6,358	27,958	17,400	228
75	31,900	20,905	52,805	4,156	56,961	44,405	24
76	37,250	34,732	71,982	3,712	75,694	61,844	26
77	50,280	45,338	95,612	3,128	98,740	85,612	18
78	63,300	43,449	106,740	6,326	113,066	93,740	20
79	71,330	63,390	134,720	—	134,720	97,720	—
80	69,550	72,152	141,702	2,903	144,605	84,702	—
81	70,399	58,600	128,999	8,952	137,951	55,192	—
82	70,360	70,087	140,447	32,727	173,175	73,797	1,000
83見込	63,650	69,800	137,900	45,146	183,046	60,210	1,000
84当初	62,250	64,550	126,800	53,604	180,404	68,000	1,000

資料) 財政政策研究会編『これからの財政と国債発行』1984年、163ページ。

松野允彦編『国債』1983年、103ページ。

『財政金融統計月報』より作成。

る資本の運動形態に照応させ、整合性をもたせようとする新たな金融行政——  
 国債管理政策に規定づけられた金融政策とそれに照応した諸金融機関の支配体  
 制の政策的育成——も展開されてくる。

「国債の金融化」、とりわけ国債が高利回りの金融商品として、企業・個人

（新規・借換別，消化方法別）

（単位：億円）

公募入札		民間消化分合計		資金運用部引受		日本銀行	
新規債	借換債	新規債	借換債	新規債	借換債	新規債	借換債
—	—	1,085	—	887	—	—	—
—	—	6,656	—	—	—	—	—
—	—	6,110	—	984	—	—	—
—	—	4,375	—	245	—	—	—
—	—	3,826	—	300	—	—	—
—	—	3,172	—	300	—	—	—
—	—	9,172	—	2,699	—	—	—
—	—	17,000	—	2,500	—	—	—
—	—	14,722	584	2,940	—	—	5,374
—	—	17,400	228	4,200	883	—	5,247
—	—	44,405	24	8,400	240	—	3,891
—	—	61,844	26	10,138	294	—	3,392
—	—	85,612	18	10,000	303	—	2,807
10,000	—	103,740	20	3,000	293	—	6,013
10,359	—	108,079	—	26,641	—	—	—
17,316	—	102,018	—	39,684	2,903	—	—
20,206	4,205	84,759	4,401	44,240	2,334	—	2,217
22,009	8,679	103,447	12,151	37,000	4,954	—	15,618
30,350	12,769	100,900	23,769	37,000	2,000	—	19,377
22,800	13,302	90,800	32,302	36,000	3,679	—	17,623

等の投資家にとって「魅力のある」投資対象になるという問題は、現代の資本蓄積にどのような特徴をあたえるのであろうか。

今日の「構造的不況」のもとで、資本蓄積の様式には一つの根本的な変化が進行している。それは「擬制資本が急速に蓄積され、『通常の』利潤をつくりだす現実的な資本の蓄積よりも急速に発展するという事実である。」<sup>23)</sup> しかも、「金融資産全体の中で国債の比重がどのように増大しているかについてみると、たとえば、昭和40年当時、わずか0.4%にすぎなかったものが、56年度末には5.8%へと16倍近くに増大している。同じ期間の金融資産総額は120兆円から1,165兆円へと10倍たらずの伸びであるから、金融資産としての国債の増大がいかに顕著であるかが明らか」<sup>24)</sup> である。

それ故に、「国債の金融化」を媒介として、市場実勢を反映した国債の高利回り化及びそれと結合した新金融商品の登場は、国債なしには金融・証券活動が支えきれなくなっていることを示している。このように、「金融の国債化」を重要な蓄積源泉とする資本蓄積は、広い意味では、財政活動による金融・証券活動の補完であり、現代における国家の経済的役割の重要な一側面である。

他方、財政もまた金融市場における資金調達なしには成り立たなくなっているのであるが、この「国債の金融化」を検討する上で無視できないのは、国家資金である大蔵省資金運用部による国債の引受けである。すなわち、この間、漸次的に資金運用部の引受けシェアが拡大され、国家債務を国家資金で引受けるといふ、広義の財政資金内部の資金循環傾向が拡大してきている。国債「市況の安定化政策」のひとつとされているかかる政策は、「国債の金融化」にとっても不可欠な構成部分であり、国家資金による金融活動が重要な役割を演じていることを示している。

23) 池上惇『管理経済論』1984年、170ページ。先駆的業績としては、R. W. Gold Smith、『*Financial Intermediaries in the American Economy since 1958*』1958年がある。

今日の日本の部門別金融資産動向の分析については、日本証券経済研究所『昭和60年代半ばの証券市場および証券業』1983年を参照。

24) 志村嘉一「国債の累積と金融市場の変化」『経済セミナー』1983年3月号、16ページ。

国家は、一方では国債そのものを通じて現代の資本蓄積を支え、他方では国家による零細貯蓄の集中によって自らの信用を支えて国債に市場性を与え、この市場性によって現代の資本蓄積は支えられていることになる。現代の資本蓄積は、国債と国家的貯蓄機関という二つの支柱によって、その蓄積活動を保障されているといえるであろう。

そして、資金運用部資金は同時に財政投融资の中核的原資でもあるから、政府系金融機関等の資金源泉でもある。従って、資金運用部による国債引受けの拡大は、財政投融资の資金源泉の縮小をもたらす要因ともなり、過剰資本を背景とした民間資本を財政投融资による公共事業へ導入しようとする「民間活力の導入論」や政府系金融機関の「守備範囲見直し論」等が現われる。そして、政府系金融機関等の再編は、金融市場での資金循環に影響を与え、ここでも財政資金の金融的運動形態によって金融市場は規定づけられることになる。

また、60年代後半にシ団引受で発行された国債は、発行後一年を経過すれば日銀の買オペ対象となり、長期国債も事実上は短期化され、シ団への継続的な資金供給の手段となってきた。結局、発行国債の97%が日銀保有に転換されてきた<sup>25)</sup>。このように、財政法五条で禁止されている日銀の国債直接引受の規定は、日銀保有国債への転換及び日銀の借換債の乗換引受を手段として、事実上空洞化されてきた<sup>26)</sup>。その結果、国家債務は国家諸機関の相互関係として、一つの内的な問題に転換され、その債務履行及び事実上の債務繰り延べは、日銀及び資金運用部とに対する関係のなかで行なわれることになる。従って、60年償還原則に従う建設国債の償還は、日銀への財政資金の移動、そして日銀上納

25) 竹内文則「(昭和)40年代の国債発行は(中略)日銀の債券オペで市中消化国債(発行後一年経過した購入対象国債)の97%を吸収できた」日本長期信用銀行『調査月報』第219号、1984年5月、8ページ。

26) 藤川鉄馬「昭和48～53年度の間には、昭和41年から46年度に発行された7年利付国債の借換が行なわれた。(中略)まず、個人等には、全額、現金による償還がなされた。金融機関に対しては、満期到来の11.7%が現金償還され、88.3%が借換債に乗り換えられた。資金運用部・日本銀行の保有する国債は、大部分が乗り換えられた。全体としては、11.7%が現金償還され、88.3%が乗り換えられた。」『ファイナンス』第185号、1981年4月号、45ページ。

金としての財政資金への再移動となり、国家機関内部での資金移動によって国債発行に伴う国家債務を履行している側面さえみられる<sup>27)</sup>。

このように、73年から始まった借換債の発行も、大部分は日銀乗換えで行なわれ、金融機関にも勸奨借換であったために、公債市場での借換債の発行・流通は緊要な問題とはなりえなかった。しかし、今後も「資金運用部・日銀が満期到来債を借換債に乗り換えることを前提とした場合には、(昭和)59年度以前においては市中で消化を要する借換債の量は少ないということになるが、これが(昭和)60年度以降となると、借換債の要市中消化額が著増<sup>28)</sup>することになる。従って、85年度以降は赤字国債の借換えを含めた大量の借換債と償還金が、金融市場で発行・散布されることになる。

前掲第2表で示されているように、80年を境に漸次的に市中での借換えが始まっている。その規模も82年を画期に新規財源債の二分の一に達してきている。この点でも、今日は新たな国債政策の課題が現実化しつつあり、赤字国債の借換えが始まる80年代後半への政策上の移行期にある。

このように、70年代後半からの大量の赤字国債の継続的発行は、「従来の制度的枠組を変更することによってはじめて国債はひとつの金融商品となり(中略)国債が自由金利商品に転化<sup>29)</sup>」しつつある過程における諸特徴・諸傾向であった。そして、かかる過程は金融市場における既存の債券の運動形態に浸透

27) 高田太久吉「買オペレーションを通じて大量の国債が日銀に集中されてゆくなら、この費用もまたその相当部分が上納金として再び政府の手にもとされるのである」「国債オペレーションにおける日銀信用の役割」中央大学『商学論叢』第16巻5号、100ページ。

田名部正「日銀に保有されていた政府短期証券が市中で保有されることになれば、バランス上、市中に対する日銀の信用供与が増加せざるをえないわけであり、政府短期証券の利回りとの差の分だけ日銀の収益、ひいては国庫に対する日銀納付金も増加する理屈である。国庫からみれば歳入も増加する半面、歳入も増加するわけで、差引ネッド負担増にはならない」「国債大量借換えのインパクトを予測する」『金融財政事情』1984年2月27日、30-31ページ。

このような資金移動が、通貨問題やインフレーションといかなる関係をもつかは、今後検討すべき重要な課題であろう。

28) 前出『国債』286ページ。

29) 中島将隆「国債の累増は預金市場にどのような影響を与えているか」『証券経済』第143号、1983年3月、100ページ。

してゆくために、国債が照応した発行・流通形態を具備してゆく過程でもある。

かかる「国債の金融化」の進展は、金融市場の運動形態が国債の形態を規定してゆくという意味では、金融市場は能動的な要素である。他方で、国債は金融市場に照応した形態を具備しつつあるという意味では、金融市場は従来のように公債市場を分離・個別化しておけなくなり、国債が能動的な要素となって赤字国債の累積化を前提とした金融市場の運動へと作用し、金融市場の運動形態を規定することにもなる。

では、「国債の金融化」は金融市場を、とりわけ債券流通市場をいかに規定づけてきたのか。

まず、債券売買高は70年代後半から急激に膨張した。第3表に示されるように、77年に100兆円強に達して以後も急激な拡大を続けた。今日では、65年の150倍強、75年の7倍強にまで著しく拡大してきている。

このように、急激な拡大を遂げた債券流通市場においては、その中心となる債券の位置転換がみられる。従来は加入者引受電々債や金融債を中核とする流通市場であり、公債流通市場はほとんど形成されていない。しかし、70年代後半以降はそれと対照的に、国債流通市場を中核とする市場へと転態している。とりわけ78年には、従来首位であった金融債売買高を上回り、今日では債券売買高の約7割が国債流通のための市場形成となっている。

従って、70年代後半からの債券流通市場の急激な拡大は、国債流通市場の拡大によってもたらされたものであり、従来は個別化することで金融市場から分離されてきた国債市場が、今日では債券市場を規定づける主要な要素のひとつとなっている。それ故に、従来の金融債等の債券流通は、かかる過程を媒介として「金融の債券化現象」（林 健一郎 前出引用）と言われる事態を生起している。

そこで、既存の金融債等と国債とは、内包する現実資本の蓄積との関係における相違とは背離して、債権債務関係を担う金融商品としての同一性に還元さ



第3表 債券売買高に占める各種債券構成（東京店頭市場）

（単位：億円，％）

種類 年度	国債	地方債	政保債	金融債	円貨建 外債	事業債	転換社債	加入者 電々債	非公募 地方債	合計額	1965年度 基準倍率	1975年度 基準倍率
1966	1.4	8.6	6.1	37.0	—	14.5	0.0	17.2		27,514	1.0	
67	5.0	5.3	3.7	45.3	—	12.9	0.0	16.3		38,845	1.2	
68	4.5	3.5	2.8	49.0	—	11.2	0.0	14.6		50,123	1.8	
69	4.6	4.6	2.0	47.0	—	10.3	0.1	15.5		60,751	2.2	
70	4.6	3.2	2.7	43.2	—	9.7	0.3	18.6		88,154	3.2	
71	2.4	2.4	3.7	38.4	0.0	10.3	0.7	21.9	9.0	112,567	4.1	
72	3.2	1.3	4.5	43.2	0.0	6.2	0.3	21.3	9.6	153,995	5.6	
73	4.5	1.8	2.3	45.6	0.2	6.0	0.3	18.4	10.0	227,882	8.3	
74	4.4	2.0	1.8	48.2	0.3	5.6	0.2	16.2	10.7	378,745	13.8	
75	2.2	1.6	2.5	41.4	0.1	5.7	0.2	11.9	22.1	556,986	20.2	1.0
76	4.5	3.5	4.5	41.7	0.2	5.2	0.1	7.2	24.0	713,996	26.0	1.3
77	16.5	3.8	6.5	34.8	0.8	6.0	0.2	4.6	19.0	1,336,764	48.6	2.4
78	35.4	3.7	5.2	28.1	1.5	4.8	0.3	2.7	12.2	1,966,463	71.5	3.5
79	50.1	3.2	4.9	20.8	0.9	2.8	0.2	2.5	10.1	2,227,315	81.0	4.0
80	58.5	2.4	4.2	17.9	0.6	2.1	0.1	2.0	8.2	2,810,114	102.1	5.1
81	64.3	2.3	4.9	14.2	0.5	2.7	0.1	1.5	5.5	2,975,275	108.1	5.3
82	62.9	2.5	5.5	10.2	0.5	2.3	0.1	1.1	6.0	3,328,889	121.0	6.0
83	66.1	2.2	5.7	8.3	0.5	1.8	0.2	0.5	5.2	4,161,910	151.3	7.5

64 (456)

第135巻 第5・6号

注) (1) 売買高は証券会社の「売り」と「買い」の合計。

(2) 売買高に日銀（証券分）オペ及び日本相互証券を含む。

資料) 公社債引受協会『公社債月報』、公社債引受協会『公社債年鑑』より作成。

れ、過剰資本を背景とした資本の投資対象として、あるいは、預金獲得のための商品手段として両者は関連づけられ、新たな運動形態をとりつつある。

「金融の債券化現象」は、国債と結合した新金融商品の「開発」という点でも、国債は確定利付債券から資産選択の投資対象として金融商品との類似性を強めているという点でも、過剰資本が慢性化した段階の財政と金融の相互浸透の強化と、そこでの資本蓄積の運動形態を体現している。そして、それは「金融の国債化」と「国債の金融化」の一層の進展を内容としている。

それらを基礎として、金利の自由化を軸とした金融の自由化という、今日の行政の政策イデオロギーが機能しているといえよう。かかるイデオロギーに担われて推進される財政・金融政策は、従来の国債発行・流通に伴う行政諸措置の変更を余儀なくし、一連の国債の流動化のための諸措置がとられてきている。とりわけ、77年4月以降に漸次的に国債の売却制限の緩和措置<sup>30)</sup>がとられてきており、国債の流動化は進展している。これらの諸措置により、金融諸機関は「国債を売却することによって資金ポジションを改善したい」という要求を実現しつつある<sup>31)</sup>。そのうえで、資産選択的投資の一環として債券市場への投資を拡大してきている。これらの傾向が量的側面で顕在化したものが、公債市場拡大の過程にみられた諸特徴である。

さらに、行政措置として今日に特徴的な事態は、従来の銀行と証券会社の業態間の分業関係を基礎とした相互依存関係から、83年4月に開始された銀行等の窓口販売（銀行等の店舗において、個人等が新たに国債、地方債及び政府保

30) 金融機関引受国債の売却制限の緩和措置

(1) 77年4月、赤字国債の流動化開始（発行後一年経過で売却可能）

(2) 77年10月、建設国債の流動化開始（同前）

(3) 80年5月、上場時期（発行後7～9ヶ月）以降売却可能

(4) 81年4月、発行後3ヶ月を経過した日の属する月の翌月初（発行後100日程度）以降売却可能。

31) 資金ポジションの改善要求については逆の指摘もなされている。田名部正「国債の流動化が進み、窓販・ディーリングも実施されているもとは、引受けシェアと資金量シェアのアンバランスを問題にする必要はあるまい。本音ベースでは、都銀も引受けシェアを引き下げることにむしろ反対のではなからうか」前出『金融財政事情』29-30ページ。

証債を購入可能となった)及び84年6月の銀行のディーリング開始を契機に、銀行と証券会社の相互浸透が強まり、相互関係の再編を余儀なくさせていることである。

このように、70年代後半からの金融市場は、赤字国債の累積化過程に規定づけられ、本格的な赤字国債の償還・借換えを行なわざるをえない85年度以降への、資本の運動形態においても、行政諸政策においてもその移行期として位置づけることができる。

以上のように、今日の金融市場の諸特徴・諸傾向は、財政危機と赤字国債の累積下における資本蓄積の新しい運動形態によって規定されており、現実資本と擬制資本の蓄積における相互関係、とりわけ、前者の停滞を後者で補完しなければ蓄積衝動を満たせない現代の諸資本の運動を反映しているといえよう。

従って、現代の擬制資本の蓄積を支えるのが、財政・資金運用部及び日銀を担い手とする国家機関内部の、国債を媒介とした国家資金の運動であるとすれば、赤字国債の累積は単なる財政上の帰結ではなくて、現代の資本蓄積における構造的な要因の現われでもある。かかる要因からも、赤字国債の継続的な累積は避けることのできない傾向となるであろう。

では、本格化する赤字国債の償還・借換えに対して、いかに政策対応しようとしているのであろうか。

(未完)

(1984年8月脱稿)