經濟論叢

第136巻　第3号

A・G・ホップウッドの記述的会計理論……高　寺　貞　男　1

赤字国債の累積と金融・証券(下)……西　村　　貢　18

「三地域間産業協力」とソ連・東欧……松　井　隆　幸　37

名誉教授インタビュー

岡部利良名誉教授に聞く……67

経済学会記事

昭和60年9月

京都大學經濟學會

赤字国債の累積と金融・証券（下）

——「金融の国債化」と「国債の金融化」を中心に——

西　村　　貢

III　本格化する赤字国債の償還・借換えと公債市場

1975年度以降の赤字国債の大量発行に伴う，国債の売却制限緩和措置については前述したとおりである。その措置の実施と同時過程で，従来の市中保有分満期到来債の勧奨借換方式[1]を改定することも決定されていた。79・80年度は，72年1月に長期国債の償還期間が7年から10年に延長されたために，長期国債の満期到来による償還がなく，長期国債の借換えは一時中断されることになっていた。そこで，81年度以降に満期到来する建設国債の問題及び近づきつつある赤字国債の償還・借換えに政策対応するために，80年10月に「国債借換問題懇談会」（以下　借換懇と略す）——大蔵省理財局長の私的諮問機関——が設立された。

しかし，同借換懇が80年12月にとりまとめた「当面の国債借換問題についての基本的考え方」では，81年度から84年度までに満期到来する建設国債の借換え問題についてのみ，「暫定ルール」[2]を提言し，後者の特に10年利付国債の借換えが本格化する85年度以降については，「その時点が近くなった段階で改めて検討することが適当である」とされ，対応策を提言するに至らなかった。

1)　「昭和48～53年度の間には，41から46年度の間に発行された7年利付国債の借換えが行われたが，その借換えに当たっては，勧奨借換えと呼ばれる借換え方式が採用された。即ち個人等には全額現金による償還がなされる一方，市中金融機関に対しては，満期到来額の60分の7程度が現金償還され，残額は乗換えの方法により借り換えられた。（なお，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。）この金融機関の借換債への乗換えに当たり，大蔵大臣より日本銀行を通じて，金融機関に対して乗換えの勧奨が行われた。」松野允彦編『国債』1983年，280-281ページ。

2)　同前，284ページ。

そこで，83年9月に借換懇が再設置され，84年5月に，85年以降の国債借換え問題について「当面の国債借換問題について」が報告された。従来，財政改革の目標であるとされた赤字国債依存からの「脱却」は，赤字国債の本格的な償還（赤字国債の場合には満期到来時に全額現金償還が行われると各年度の赤字国債の発行根拠法において借換え禁止規定が定められてきた）の始まる以前，すなわち，「84年度脱却」が政府の基本方針とされてきた。その後，83年8月に閣議決定された「1980年代経済社会の展望と指針」において，「90年度脱却」が新たな「努力目標」とされた。そして，「90年度脱却」を「基本目標」として明示した「財政改革を進めるに当たっての基本的な考え方」（84年2月に国会提出）では，赤字国債の償還財源の調達のために，「借換債の発行という方途を検討することとする」とされていた。

ところが，前述の借換懇の「報告」と同期の第101国会の「昭和59年度の財政運営に必要な財源の確保を図るための特別措置等に関する法律案」（以下「財源確保法」と略す）では，従来の赤字国債の借換え禁止規定が削除された。従って，今日では赤字国債も建設国債と同様に，借換債の発行が可能となり，両者の財政制度上の差異はなくなり[3]，赤字国債の償還・借換えは量的にも，制度的にも新たな段階に入った。

かかる制度上の「改革」を余儀なくさせた赤字国債の償還・借換えの実態をみてみよう。

第1表は，80年代前半と後半の各4年間の10年利付国債を累計して比較したものである。この2つの期間には，要償還額の規模及び保有者構造に特徴的な差異があることがわかる。

まず，要償還額は85年度以降に赤字国債の満期到来に応じて償還が開始されることもあって著増する。従って，建設国債の借換債要発行額の増加とともに，

3）「そもそもこの特例債と建設債との区分は，財政制度上のものであり，投資家の側から見れば本来同一のものであるはずであるため，一物二価という事態が生じることは好ましくない」（同前，281ページ）とされ，赤字国債の借換え禁止規定のもっていた財政制度上の民主主義的意義を否定し，資本の投資対象としての国債の金融的形態を一層進展させるものである。

第1表 10年利付国債の要償還額　　(単位：兆円)

	81～84年度の累計	85～88年度の累計	増大比
要償還額	7.7	33.8	4.4倍
内訳　建設国債	7.7	20.6	2.7
運用部・日銀保有額	6.3	5.9	0.9
同構成比	(82%)	(29%)	
市中保有額	1.4	14.7	10.5
同構成比	(18%)	(71%)	
内訳　赤字国債	0	13.2	

注) 保有者区分は，1983年1月末の保有状況を前提とする。
資料) 松野允彦編『国債』1983年，285ページより作成。

「財源確保法」で可能となった赤字国債の借換債発行，すなわち，70年代後半に発行された長期国債及び80年代に国債発行形態の多様化政策の一環として発行された中期国債の満期到来のための借換債発行額が増加することになる。これらは，70年代後半以降における国債の大量発行及び国債管理政策の財政制度上に現われた帰結である。

次に，満期到来債の保有者構造をみると，84年度以前では従来と同様に日銀の買オペが進んでおり，対象国債も建設国債である。そこで，従来と同様に，日銀・資金運用部の保有分については乗換えが行なわれることになっており，しかも，借換債の要市中消化額の割合は少ない。しかし，80年代後半の日銀・資金運用部の保有割合は29%でしかなく，償還資金の金融市場への散布は不可避となる。その資金を増加する借換債の消化資金として還流させることが，金融・通貨政策と整合性をもつ国債管理政策であるための資金循環面での政策課題となる。

ところが，両者の直接的な連動は，77年に勧奨借換方式が廃止されて以後，その制度的・政策的保障はない。従って，引受けた個別金融諸機関には長期の資金拘束となる可能性をもつ長期国債ではなく，現在は発行されていない短期国債を発行することが金融諸機関及び大蔵省によって考えられている[4]。短期

4) 田淵節也（公社債引受協会会長）「短期国債の必要性はもはや議論の余地がないと思います。↗

国債の発行は，「国債の金融化」を前提とした国債発行形態の多様化政策の進展した形態の一つである。それは，今日までの，国債売却制限の緩和措置によって個別金融諸機関の資金拘束を事実上短期化することを内容とした「国債の金融化」から，資金拘束の短期化それ自体を体現した国債形態，すなわち，金融商品としての国債の運動形態に現われた「国債の金融化」の進展した内容を伴う国債形態である。それは，「国債の金融化」と同時に，投資対象としての「金融の国債化」をも一層進展させるものであり，赤字国債の本格的な償還・借換えが行なわれる80年代後半の資本蓄積の様式を先取り的に表現しているともいえるであろう。

ところで，「財源確保法」以前の国債償還制度では，建設国債は60年原則で償還・借換えを，赤字国債は全額現金償還を行うことが法的にも義務づけられていた。赤字国債を約定どおりに国債整理基金から全額現金償還するとすれば，82年度以降の同基金への定率繰入れの停止により，少なくとも85年度には同基金の償還財源は払底することになる。従って，赤字国債の借換債を発行しないとした場合，同基金への定率繰入れに加えて一般会計からの予算繰入れによって多額の償還財源繰入れを行なわざるをえず，財政の硬直化は段階的に進展することになる[5]。このように，財政の硬直化の激化要因のひとつを漸次的に先

↘これからは大量の国債償還，借り換えが特定日に集中します。（中略）これだけの額を一日で借り換えるのは現実的に難しい。つなぎの措置として短期国債を発行する以外に方法はない。」『日本経済新聞』1984年9月3日付。

5) 「(昭和) 50年代に大量発行された特例公債は60年度以降，次々に償還期を迎える。そのために要する財源は60年度の2.3兆円から始まり，毎年度次第に拡大して65年度には7.6兆円に達する。特例公債の大量償還に要する財源を，借換債によらず全額一般財源で行おうとすれば（中略）利払費の増大に加えて償還財源のための繰入れが多額にのぼることとなれば，国債費は急速に膨れ上がらざるを得ない。59年度約9兆円の国債費は，特例公債の借換債を発行しないとした場合，多額の償還財源繰入れが加わるため，65年度約20兆円にも達する。6年間で約11兆円の増加である。

仮に特例公債についても四条公債と同様に，いわゆる60年償還ルールによって借換債の発行を行うとしても，65年度の国債費は約15.5兆円となる。この場合でも，59年度より6.5兆円すなわち年平均1兆円以上の増加となることを考えれば，その負担は決して小さくない。まして借換債を発行しない場合の11兆円もの増加は，今後65年度を目標に財政改革を進めて行くうえで余りにも巨額の負担であると考えられる。」財政政策研究会編『これからの財政と国債発行』1984年，44-45ページ。

送りすることで緩和しようとする財政運営面からの理由だけでなく，金融政策や金融市場及び資本蓄積の側面からも，国債整理基金の払底は回避されなければならなかった。すなわち，持続する大量の現金償還に伴う財政資金の散布はインフレーションの激化に帰結するであろうし，一般会計からの償還財源繰入れの著増は，結局，歳入増加のために資本課税を含めた増税へ帰結するであろうからである。さらに，今日の資本蓄積にとって重要な領域のひとつとなっている金融市場において，財政資金の金融的形態での運動にとって，その債権債務関係の信用上の基礎となっている国債整理基金の払底は，擬制資本としての国債の運動を阻害し，公債市場の混乱を，ひいては公債市場に規定づけられている金融市場の混乱をもたらすであろうからである。

従って，国債整理基金の払底を回避し，償還財源を一般会計とは独立して調達するために「財源確保法」で，赤字国債の借換えも行いうる法的根拠を準備したのである。しかし，赤字国債の借換債発行は，国家による新たな債権債務関係の形成を意味し，既成の国家の債務を繰り延べるにすぎない。それ故に，今日の財政硬直化の激化を緩和する措置は，将来の財政硬直化を促進する要因に転化する。

しかし，こうした財政上の政策対応も，満期到来する国債が大量に金融市場に残存している現在では，資本にとっては新規財源債と借換債，及び建設国債と赤字国債の債券としての種差は存在せず，（(注) 3を参照)，それらは投資対象としての国債の同一性に還元され，金融市場で新たな債権債務関係をとり結んだにすぎない。それ故に，満期償還金を再び借換債の消化資金として還流させるためには，投資対象としてより「魅力的な投資物件」[6] としての国債の金融的形態を余儀なくされる。従って，赤字国債の借換債発行を契機として，

6) 田名部正「マクロ的にみれば新規財源債と借換債の間に差異はないともいえる。（中略）満期償還が実際に借換債に投資されるかどうかは，結局借換債の内容（期間や発行条件）がその時々の投資家のニーズに合っているかどうかにかかってくる。
新規財源債についても借換債についても，いかに魅力的な投資物件を投資家に提供しうるかによって，消化の難易が決まってくるわけであり，その点ではまったく差はないと考えられる。」『金融財政事情』1984年2月27日，28-29ページ。

「国債の金融化」はさらに一層進展した運動形態をとることにならざるをえない。そして，それは同時に，その運動領域でもある金融市場において，「金融の国債化」をさらに一層進展させる要素ともなるであろう。

このように，85年度以降の金融市場は，75年度以降に大量発行された赤字国債の本格化する償還・借換えを契機に，70年代後半以降に展開されてきている「国債の金融化」と「金融の国債化」を，国債の金融商品との類似性を強めることを媒介として，財政制度の改革を媒介としてより一層進展させることにならざるをえない。

かかる諸傾向をもたらした背景として，金融・証券市場における公債市場の量的比重の増大があったことは前述したが，今後も，赤字国債の償還・借換えを新たに伴いながら，新規財源債及び借換債は継続的に大規模に発行されることにならざるをえず，公債市場の量的な側面における累進的拡大は不可避である。それとともに，金融市場，従って証券市場の編成替えもまた不可避的に展開されざるをえないであろう。

まず，公債市場の今後の量的側面における傾向からみてゆこう。第2表は，大蔵省の行なったいくつかの「仮定計算」のうち，赤字国債依存からの「90年度脱却」，及び赤字国債の償還財源の調達については建設国債と同様の60年償還原則に基いて借換債を発行する場合である。なぜならば，現在明らかにされている「仮定計算」のうちでは，現実の政策傾向を他の「仮定計算」にくらべて反映しているといえるからである。

表によると，新規財源債の国債発行額は「財政の中期展望」を前提としているので，建設国債については同一額が，赤字国債については90年度以降ゼロとなるように等額分づつ減少することになっている。従って，新規財源債は赤字国債の減額相当分だけ減少することが前提されている。しかし，国債償還額，とりわけ，赤字国債のそれは年を追って増加してゆくために，借換債の発行額は増大し続け，新規財源債と借換債の両者を合計した国債発行額の総体は増加の一途をたどることになる。

第2表 国債の償還額および発行額の見込み（赤字国債も借換える場合）　（単位：億円）

年度	国債償還額			国債発行額					国債残高（年度末）	うち赤字国債残高	国債整理基金残高（年度末）
				新規財源債			借換債	合計			
	建設国債	赤字国債	合計	建設国債	赤字国債	合計					
1984	60,700	1,600	62,300	62,250	64,500	126,800	53,600	180,400	1,222,000	538,000	17,900
85	79,800	22,800	102,600	62,300	53,800	116,100	89,600	205,700	1,330,000	590,000	24,700
86	89,200	35,900	125,200	62,300	43,000	105,300	109,100	214,400	1,424,000	629,000	31,100
87	114,200	46,000	160,200	62,300	32,200	94,500	139,000	233,500	1,502,000	656,000	34,700
88	133,100	34,000	167,100	62,300	21,400	83,700	145,500	229,200	1,570,000	673,000	39,800
89	117,000	65,400	182,500	62,300	10,600	72,900	158,200	231,100	1,624,000	675,000	44,000
90	123,100	75,800	198,800	62,300	—	62,300	172,200	234,500	1,666,000	664,000	47,500
91	120,700	62,900	183,500	62,300	—	62,300	160,000	222,300	1,710,000	654,000	55,500
92	147,600	74,400	222,000	62,300	—	62,300	192,300	254,600	1,749,000	643,000	58,600
93	141,000	74,400	215,400	62,300	—	62,300	186,400	248,700	1,789,000	632,000	63,600
94	160,700	68,900	229,600	62,300	—	62,300	198,900	261,200	1,828,000	622,000	68,100
95	177,400	74,400	251,800	62,300	—	62,300	216,400	278,700	1,862,000	610,000	68,900
96	190,400	74,600	265,000	62,300	—	62,300	227,800	290,100	1,895,000	597,000	68,900
97	218,700	72,100	290,900	62,300	—	62,300	248,500	310,800	1,923,000	585,000	64,200

注）償還額，残高は額面ベース，発行額は収入金ベース。

資料）「財政の中期展望（83～87年度）」と「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」（1984年2月）のケースAにより作成。

このように増大し続ける国債要発行額は，70年代後半以降に見られた金融・証券市場における公債市場の肥大化傾向をますます進展させることになる。従って，量的側面における「金融の国債化」と「国債の金融化」の促進要因となるであろう。

また，かかる大量の国債を発行するために，公募入札制の導入等の発行経路の多様化政策がとられていることについては前述した。現在の発行経路は，シ団引受，公募入札，資金運用部引受の3通りであり，中心はシ団引受である。83年度の場合，新規財源発行額　13兆7,900億円のうち7兆450億円と半分以上（51%）がシ団引受で発行された。そして，現在のシ団は65年度に国債の発行が再開された時に組織されたもので，都市銀行，長期信用銀行，地方銀行，相互銀行等の銀行と証券会社で構成されている。さらに，シ団引受の対象国債は，期間10年の長期国債と割引国債である。

85年度以降の新規財源債と大量の借換債を発行してゆくためにも，借換懇は「当面大量の借換債を安定的に消化してゆくためには，シ団引受方式と公募入札方式を二本柱として活用していくことが適当であ」[7]り，85年度以降においては「借換債についてもシ団による引受けを活用することが適当である」[8]と考えている。

しかも，大蔵省は発行経路の中核的存在であるシ団引受に対して，83年度から始められた銀行等による窓口販売における企業の投資対象としての国債の位置づけとその販売実績[9]，及び84年6月からの銀行によるディーリングの開始に伴い，銀行と証券会社が国債の引受けから売買に至るすべての業務を同一競争条件で行いうるのを契機に，シ団を「銀行シ団」と「証券シ団」とに分割して編成替えしようと構想している。

これは，大蔵省が大量発行国債の消化資金を低利で安定的に調達するための政策の一つであり，両シ団の競争を通じて金利低下を行おうとするものであ

7)，8)　国債借換問題懇談会の報告「当面の国債借換問題について」1984年5月25日。
9)　拙稿「赤字国債の累積と金融・証券(上)」京都大学『経済論叢』第135巻5・6号1984年の注13)を参照。

る。しかし，その前提として「発行条件を市場実勢に即して弾力的に決定することが何よりも重要」[10]であると考えられており，それに照応した国債形態を政策的に推進させようとしている。従って，シ団の分割・編成替え構想は，「国債の金融化」を前提とした構想であり，それをさらに促進することに帰結する構想である。

このような国債の発行経路における銀行・証券会社の編成替えとともに，日銀による買オペでの新方式の導入もまた，両者の編成替えの促進要因となるであろう。

日銀は，従来，国債買オペでは多数参加方式（100～110社を買い入れ対象会社として公募入札する方式）をとってきたが，84年6月からは参加会社数及び買い入れ予定額を限定した少数参加方式も併用することにしている。第一回（1984年6月29日）の新方式導入では，参加会社を都市銀行の上位五行（第一勧銀，富士，住友，三菱，三和）と四大証券会社（野村，大和，日興，山一）とに限定した。

かかる新方式は，大量の借換債もシ団引受で発行した場合，シ団の主要な構成メンバーである上位都市銀行及び大手証券会社の資金拘束を優先的・選別的に緩和する対応策であると同時に，満期償還金の散布に伴う金融市場の資金需給調整を特定の金融諸機関を媒介として行おうとする政策である[11]。かかる政策は，金融市場における特定の金融機関の支配体制を助長し，日銀の公開市場操作を媒介として，それらと国家との結合関係を強化させるものである。ここに，現在推進されつつある金融保護行政からの転換，すなわち金利の自由化を軸とした金融の自由化政策が，金融市場の総体及び金融諸機関の相互関係の総体には「自由競争原理」を導入しながら，特定の金融諸機関には金融保護行政を温存・強化させるものであることを内容としていることが端的に示されてい

10）前出「当面の国債借換問題について」

11）「米国通貨当局は公開市場操作をする場合，中核となる37社（プライマリー・ディーラー）を通じて実施しており，金融，証券界では日銀の新方式は米国方式導入への布石との見方もある。」『日本経済新聞』1984年6月30日付。

る。この意味では，金融の自由化政策は，赤字国債の償還・借換えに伴う不可避的な国債管理政策等の行政政策であるばかりでなく，特定の金融諸機関の資本蓄積における支配体制と運動形態に照応した政策でもあるのであり，今日の資本蓄積と国家との相互関係における特徴が端的に示されているといえるであろう。

前述のシ団の編成替えが，銀行と証券会社との業態間におけるそれであるとすれば，これは日銀の選別的買オペの導入を媒介とした，業態内部の編成替えをもたらす政策である。そして，これらは市場実勢に即して「弾力的」，「機動的」，「効率的」に実施されようとしていることが特徴であり，赤字国債の累積と「国債の金融化」が国債管理政策及び金融政策に余儀なくさせた対応策の一つの帰結である。

ところで，第2表で「仮定計算」を作成した大蔵省は，その基礎として81～84年度に関する借換懇の借換え方式を前提としていた。すなわち(1)日銀・資金運用部の保有国債は全額乗換える。(2)市中保有分国債の借換えは，割引国債は割引国債で，中期利付国債は公募入札発行による中期利付国債で借換える。(3)10年利付国債は10年利付国債で借換える。これらを前提としていた[12]。

かかる借換債の対応発行方式は，80年代に入り，国債発行の多様化政策の一つとしてとられた満期到来の短期化政策の帰結であり，その政策を継続した対応策である。同時に，国債の市中保有率の上昇に伴い，満期償還金を借換債消化資金として還流させるために，市場条件に照応した国債の金融商品としての

12) 「10年利付国債は10年利付国債，中期利付国債は中期利付国債で，割引国債は割引国債で，という対応関係で借り換えるという前提で所要の計算がなされている。（中略）日本銀行や資金運用部が保有している国債については，今後とも全額乗換えが行なわれるということを一応の前提とした場合には，借換問題の焦点は，借換債発行所要額のうち市中で消化しなければならない部分ということになる。何故なら，この部分については，新規財源債と全く同様の形で資金吸収しなければならないからである。」（前出『国債』，291ページ）しかし，新規財源債と借換債，及び建設国債と赤字国債が国債としての同一性に還元され，財政制度上の種差を政策的に解消させつつある今日「借換債の問題とは，新規財源債と借換債を合わせてこれだけ大量に発行される国債をいかに摩擦なく消化してゆくかという問題にほかならない。」（前出『金融財政事情』，27ページ）と考えるべきである。

形態をとろうとする対応策でもある。

第3表は，国債残高の残存年限別構成のうちで，市中保有分国債残高を算出したものである。それをみると，前述したように，70年代までは圧倒的大部分が満期到来時には日銀及び資金運用部の保有となっていたのであるが，83年度以降はほぼ70%程度が市中保有のままである。しかも，その絶対額は漸次的に増大する。

そして，日銀・資金運用部は長期国債の保有割合が相対的に高いので，市中残存国債の満期構成は，77年度以降の中期国債の発行等により国債全体の満期構成の短期化が生じているなかで，それらの短期化した国債は市中保有分の割合が高いため，市中保有分での満期構成の短期化は著しくなっている。すなわち，3年未満債はほぼ8割弱が市中保有されている傾向が持続するなかで，市中保有満期構成では83年に25.2%であったものが，85年には35%へ，87年には41.1%となり以後も40%水準が継続することになる。

かかる傾向は，70年代後半以降における大量の赤字国債の継続的発行がもたらした発行量の増大と発行・流通（特に買オペ）政策の帰結したものである。すなわち，国債の発行市場と流通市場との連動が余儀なくされ，金融市場及び証券市場における他の金融的商品との類似的運動形態をとらざるをえなかったために，国債種類の多様化と短期化政策がとられてきたことの帰結である。

しかも，今後も70年代後半以降に増して，借換債を含めた大量の国債発行を継続せざるをえず，これらの諸傾向は，より拍車がかかることになる。さらに，短期化されつつある国債は再び短期的国債での借換えが予定されており，赤字国債の償還・借換えは短期化された借換債の発行連鎖の著増をもたらすことになるであろう。さらに，それらは市場実勢金利に「弾力的」に照応するべきであるとされ，「投資家の自由な意思による取引が確保される」[13] 方式である公募入札方式での発行が予定されている。従って，「国債の金融化」はより一層進展し，国債は自由金利性商品としての運動形態をより十全に具備してゆかざ

13)，14)　前出「当面の国債借換問題について」

第3表　市中保有国債残存年限別構成（オペ後）　（単位：億円，%）

年月	1～3年未満		1年未満		4～7年未満		8～10年未満		計	
1983. 3	177,874	(85.1) 25.2	44,287	(84.6) 6.3	318,334	(77.7) 45.1	210,119	(60.4) 29.7	706,327	(73.1) 100
84. 3	217,963	(76.4) 27.9	45,759	(73.5) 5.9	359,677	(78.0) 46.1	203,069	(57.2) 26.0	780,709	(70.9) 100
85. 3	304,297	(75.9) 35.0	75,829	(70.7) 8.7	341,537	(75.8) 39.3	224,180	(57.1) 25.8	870,014	(69.9) 100
86. 3	379,592	(79.2) 38.7	96,468	(71.1) 9.8	337,450	(69.5) 34.4	263,372	(60.4) 26.9	980,414	(70.0) 100
87. 3	447,624	(80.2) 41.1	137,500	(75.9) 12.6	334,150	(66.6) 30.7	308,140	(61.3) 28.3	1,089,914	(69.8) 100
88. 3	483,568	(79.7) 40.2	151,717	(78.3) 12.6	352,287	(66.7) 29.3	365,559	(62.2) 30.5	1,201,414	(69.8) 100
89. 3	516,643	(79.6) 39.3	172,407	(80.2) 13.1	400,118	(66.3) 30.5	396,853	(62.8) 30.2	1,313,614	(69.7) 100
90. 3	553,202	(77.4) 38.3	185,037	(76.7) 13.0	449,860	(70.0) 31.6	421,053	(63.8) 29.6	1,424,115	(69.6) 100
91. 3	597,712	(77.6) 39.0	187,699	(78.2) 12.2	511,768	(66.8) 33.4	423,434	(63.4) 27.6	1,532,914	(69.5) 100

注）1.（　）内は市中保有残高率，下段は構成比。
2. 1983年の市中保有率は，1978-82年実績を基礎に算出した。
3. 1984年以降は，期近債（1～3年債）を資金運用部，日本銀行が2兆円買オペし，中長期債（5～9年債）を1兆円売オペする。年間総買オペを1兆円として算出した。

資料）日本長期信用銀行『調査月報』第219号，19，20ページより作成。

るをえない政策傾向にある。

かかる傾向を余儀なくさせている別の要因としては次のものがある。すなわち，市中保有分の著増した「市場実勢に即し」[14] た短期満期国債は，銀行等の預貯金との類似金融商品であるが故に，規制金利体系にそって行政指導が行なわれ金融保護行政に転化してきた金融政策，その基礎であった銀行等の預貯金金利体系に，金利の自由化を促進する要因として作用せざるをえない[15]。金融市場で金利選好傾向を強めた満期償還資金を借換債に還流させるためには，資産選択の投資対象商品としての形態を強めざるをえず，国債は自由金利性商品としての形態を具備してゆく傾向にある。

このように，金融・証券市場の主導的規定要因にまで急速に拡大してきた公債市場は，70年代後半からの展開においては，既存の金融・証券市場に照応した運動形態を国債の運動形態に具備させてゆくことに特徴があった。そして，従来の金融政策・行政を可能な限り保持しながら，それと整合性をもった財政政策とりわけ国債管理政策を展開することに政策的留意がなされてきたところに特徴があった。それらとは対照的に，80年代後半は，公債市場の金融・証券市場での主導的位置を前提として，公債市場を基軸とした金融・証券市場の再編を余儀なくされているところに特徴がある。そして，金融政策も国債管理政策を軸とした財政政策体系の従属的構成要素として編入されざるをえないところに特徴がある。なぜならば，従来は預貯金金利に照応することを課題としてきた国債形態の展開が，今日では預貯金金利の自由化を促進する要因へと転化

15) 西垣昭（大蔵省大臣官房長前理財局長）「国債の大量発行が金利，ひいては金融の自由化を促進する一つの要因となっている。とくに期近債のインパクトについて考えなければならない。（中略）金制調中間報告では『(中略）期近債の増大が預貯金金利等規制金利に否応なしに影響を与えることとなる可能性は否定できないように思われる』と指摘されている。」「国債管理政策をめぐる基本姿勢」（『金融財政事情』1984年7月9日，21ページ）

また，大蔵省「金融自由化の展望と指針」（1984年4月）によると「金融自由化は不可避的に進む」と認識され，預金金利の自由化は大口預金から小口預金へと六段階に分けて進め，銀行間預金金利規制を撤廃したうえで，短期国債市場の創設を検討する等，従来の規制金利を軸とした金融制度を，段階的に金融の自由化に即した体制へと転換させることが構想されている。さらに，銀行と証券会社等の業務範囲規制の緩和が構想されている。

してきているからである。

また，銀行と証券会社との業態間で相互依存関係にあった分業体制と，それを枠組みとして形成されてきた金融・証券市場において，大量赤字国債の継続的発行・流通を媒介として，銀行における証券業務及び証券会社における預金業務と決済業務が開始もしくは進展する傾向にある。

前述した銀行・証券会社の編成替えが，業態間及び業態内部での編成替えであり，業態の個別性が前提とされていたのとは対照的に，かかる業務の相互浸透の強化は，両者を金融機関としての同一性に還元することで編成替えを行なおうとするものである。

かかる金融・証券市場における運動形態の，銀行・証券会社の両者の同一性の強化は「護送船団方式」と呼ばれた従来の金融保護行政及び金融機関体制にくらべて，業態間の同一性を前提とした資本蓄積を促進する要因となるであろう[16]。従って，銀行内部及び証券会社内部での大資本による支配体制の強化を媒介として，総体としてはますます都市銀行の上位行を中心とした中央集権的民間金融機関体制の強化へと帰結してゆくであろう[17]。

以上のように，赤字国債の償還・借換えを含む大量の国債が継続的に発行される80年代後半は，70年代後半以降の「国債の金融化」と「金融の国債化」をさらに段階的に進展させることにならざるをえない。従って，財政と金融の総

16）「相銀との交渉に成功すれば証券界は今後，地方銀行や都市銀行との商品や業務面での提携でも可能な限り集団交渉方式を採用するようになるとみられ，これをきっかけに個別提携から業界ぐるみ提携へという動きに拍車がかかろう」『日本経済新聞』1984年7月12日付。

17）証券会社内部では，1986年4月に山一証券系列の三社（小柳証券，大福証券，山一証券投資信託販売）が合併することになった。同合併は東証会員権の「開放問題」——1984年11月の日米首脳会談で円・ドル委員会の設置が決まり，84年5月の同委員会報告で東証会員制度特別委員会が設置されていた——とも絡んで，今日の「2つのコクサイ——国債化と国際化」のもとにおける資本の蓄積様式を特徴づける一つの事例である。

山一証券による合併説明；「グループ三社の合併が，なぜ実現したか。金融の自由化に対応するため総合化を図り体質を強化しようというのが第一点。このため我々は三年近く社内で論議してきた。が，最終的な決断のタイミングについて，海外の証券会社にも東証会員権を開放せよという日米金融交渉が影響を与えたことも事実です」『日本経済新聞』1984年9月12日付。

さらに，都市銀行各行の系列証券の強化については「同じような証券会社ばかりに見えても，今や総合金融サービスをめざす都銀の証券部門としてガッチリ組み込まれつつある中堅・中小証券もふえている」（同前）と指摘されている。

合一体化は，制度的にも，政策的にもより一層進展し，財政と金融の両者は各々の運動形態に，他方の運動形態との同一性の強化を内包した形態へと展開することを余儀なくされているといえるであろう。

IV 結びにかえて——赤字国債と資本蓄積——

85年度以降に年を追って累進的に増大する国債の償還・借換えは，金融市場及び金融諸機関の編成替えを主導的に規定づける。その契機となるのが，赤字国債の償還・借換えの本格化であり，その償還財源である国債整理基金の制度改革であった。

日本の減債基金制度は，総合減債制度であり，償還資金は国債整理基金特別会計で管理・運用されてきた。そして，新規財源債と借換債の区別もまた，一般会計及び国債整理基金特別会計という財政制度における国債の発行根拠法の相違に基づくものであった。

今日では「財源確保法」の成立で，赤字国債の償還財源調達のためにも借換債の発行が可能となった。借換債は，国債整理基金特別会計の法律の五条に基づくものであるので，建設国債の借換債も，赤字国債の借換債も，発行根拠法としての相違はなくなった。また，赤字国債も60年原則で償還されるため，建設国債との債権債務の内容（期間，発行条件）の差異も解消する。従って，赤字国債と建設国債の債券としての差異はなくなる。建設国債は発行の法的根拠を財政法四条の「但し書き」にもとめ，赤字国債は例外法とすることで財政法との法形式の整合性を保ちながら，両者は財政制度においては区別されてきた。しかし，金融市場の運動形態における赤字国債と建設国債の差異の解消は，財政制度における区別を名目化し，財政法の規定を形骸化させるものである[18]。かかる新規財源債内部及び借換債内部での赤字国債と建設国債の差異の解消は，

18）「財政の健全性を保持するために，借換債の発行方式について建設・赤字国債の区別を厳然と行なうべきである。赤字国債の借換方法を建設国債と同条件（60年債）とするのは，財政法第4条の名存実亡化を図るもので問題である。」日本長期信用銀行『調査月報』第219号，1984年5月，5ページ。

前述したように，金融市場における新規財源債と借換債の差異の解消を伴っている。従って，赤字国債の償還・借換えの本格化が余儀なくした償還制度の改革を媒介として，今日の金融市場においては，赤字国債，建設国債及び借換債は債券としての運動形態の同一性に還元されている。

では，かかる償還制度の改革は，財政制度にとって部分的な調整としての改革にとどまるのか，それとも根幹にもふれる改革であるのか。また，擬制資本としての蓄積が重要な領域となっている現代の資本蓄積にとってはいかなる意味をもつのであろうか。

今日，大蔵省及び借換懇（1984年5月「報告」等）で考えられている改革案の主要な内容は次のとおりである[19]。その一部は，すでに「財源確保法」として成立している。

85年度以降の国債の大量償還が急増するのに対応して，(1)市場実勢に応じて金利を変動させる公募入札方式で，償還期間一年未満の短期国債を発行する。(2)借換債についても現行シ団引受方式を採用する。(3)借換債のシ団引受規模は新規財源債と合わせた引受総額で調整する。(4)大量発行による債券市場の混乱を避けるため資金運用部による引受け拡大，民間借り入れ等を検討する。(5)借換債については同一年度中に発行する単年度主義を撤廃する。(6)一般会計と国債整理基金特別会計で二元的に国債発行しているのを改め，新たに創設する国債特別会計（仮称）に一元化する。(7)国債特別会計の予算では毎年度中の国債発行額を定めないで発行残高の上限だけを決定する。

これらのうち，いくつかは行論の過程で言及しているので，ここでは(1)，(5)，(6)及び(7)の諸点について検討することにしよう。

(1)の短期国債の発行は，償還期を迎える国債の多くは長期国債であっても，国債流動化政策により流通市場で売買された結果，満期到来時の保有者にとっては期近債であり，短期金融資産となっているのに対応する国債形態である。この短期国債は銀行の預金等と金融商品形態において競合するために，短期国

19) 『日本経済新聞』1984年3月4日付，同年5月5日付，同年5月9日付等を参照。

債の発行増大は短期金利の自由化を急激に進展させる要因ともなる。それと関連して，政府短期証券の発行条件を市場実勢に照応させること，従って，市場性をもつ政府短期証券の発行が構想されている。

これらによって，金融市場に短期金融資産の投資対象として，金利選好性に照応した新たな財政資金の短期的な金融商品が供給されることになる。市場性のある短期国債の発行，従って，短期国債市場の創設と拡大を媒介として，それに規定づけられた短期金融市場の拡大及び既存の公債市場とそれに規定づけられている金融市場の再編は不可避的である。この意味でも，「国債の金融化」と「金融の国債化」は赤字国債の償還・借換えの本格化を契機に，段階を画して進展することになる。

ところで，短期金融資産となっている国債を短期国債で借換える場合，借換債発行の根拠法である国債整理基金特別会計法は，同一年度内に償還される国債の発行を認めていないため，同法の改正が必要である。

(5)の構想は，借換債の発行を借換必要債の償還年度中にだけと限定している現行制度を改め，国債発行に年度を越えた「前倒し」または「後倒し」を認めようとするものである。そのためには，借換債の発行年度枠を規定している国債整理基金特別会計法を改正する必要がある。

そして，借換債の越年度発行は金融市場の資金需給調整のために行う日銀の買オペと同一政策機能をもっており，越年度発行に伴う行政の自由裁量権限の拡大と政策遂行は，金融政策の国債管理政策への従属性の強化を内容とする，財政・金融政策体系へと帰結してゆくであろう。さらに，それは財政議会主義の制度的枠組みである予算の単年度主義を形骸化するものである。

そして，(6)及び(7)の構想は，現在では新規財源債については毎年度の予算総則で根拠法別に発行額が明記され，それぞれに償還計画が添付され，結局，年度内の発行国債の種類及び期間別内訳が議決・承認を得る必要があるのに対し，構想では，建設国債，赤字国債及び借換債の区別は発行根拠法の側面においてもなくなり，上限残高のみが審議される国債特別会計は，短期国債の発行・償

還及び越年度発行を利用することによって，同会計内に自由裁量余裕資金をもつことが可能となり，行政の自由裁量権限の拡大と機能にその政策遂行手段を与えるものである。

このように，80年代前半までの赤字国債の発行は，年度ごとに発行根拠法を財政法の例外法として成立させることで財政法との法形式の整合性を維持し，議決条項とすることで財政議会主義の制度的枠組みを維持してきたところに特徴があった。しかし，赤字国債の累積に対応するために「財源確保法」で部分的には実現した改革構想は，議会による国債発行・管理政策への規定づけを実質的に空洞化し，国債の発行・償還及び管理政策で越年度権限を認めることによって予算の単年度主義を形骸化し，究極的には行政の自由裁量権限の拡大をもたらすところに特徴がある。

同改革構想は，赤字国債の累積化の過程で進展してきた「国債の金融化」と「金融の国債化」の財政制度における追認であると特徴づけることができる。そして，今後も「国債の金融化」と「金融の国債化」を両者の相互浸透の強化を伴いながら，かかる傾向を拡大せざるをえない資本蓄積様式と国家・大蔵省が，80年代後半の赤字国債の償還・借換えに対応するために行なった財政制度の改革である。それ故に，「国債の金融化」と「金融の国債化」を内容とする，財政と金融の一体化の進展という事態に即応した法体系及び財政制度を指向しているところに特徴がある。そして，それは減債基金制度の改革を媒介として，実質的には戦後の財政法が有していた財政制度原則の根幹にふれる抜本的改革を指向するものである。

また，国債特別会計における自由裁量余裕金の形成，発行国債額・種類及び越年度制導入等による大蔵省の自由裁量権限の拡大は，70年代後半以降の赤字国債の累積とその償還・借換えへの政策対応がもたらした行政機関内部の編成替えのひとつである。それは，公債市場を媒介とした財政と資本蓄積の相互関係を，さらに強化させるために財政及び資本の蓄積様式が必要とする体制の形成である。財政資金が金融的形態で運動する公債市場は，今日では，金融市場

の構成部分として重層的位置づけを与えられているだけでなく，金融市場を主導的に規定づけており，「国債の金融化」を媒介として資本の重要な蓄積源泉となっている。それ故に，資本は蓄積様式に照応した国債の運動形態を要求し，それを支える「弾力的」・「機動的」行政機関の編成と権限配分を要求するのである。

他方，財政もまた，国家の権力的活動の経済的基礎の構成部分として金融市場からの資金調達は不可欠であり，金融市場に照応した運動形態をとるために「弾力的」・「機動的」体制へと編成替えしてゆくことを余儀なくされるのである。

従って，80年代後半の金融市場において，大蔵省の自由裁量権限の拡大は，「金融の国債化」と「国債の金融化」の段階的進展を内容としながら，かかる領域での資本蓄積を支える機能を果たすことになる。

以上，赤字国債の累積は現代の資本蓄積にとって構造的要素となっているために，その増大過程は，公債市場の拡大と赤字国債の償還・借換えを契機として，金融諸機関体制，財政・金融の政策体系及び財政制度を資本蓄積の運動形態に照応させて再編せざるをえない段階にまで到達していることを示した。

（完）

（1984年9月脱稿）