

## 研究ノート

## わが国の金融構造と金融政策の問題点

本 多 新 平

- 1 わが国金融構造の特徴
- 2 間接金融形成の基盤
- 3 国債発行とマネー・フローの変化
- 4 債券市場の形成
- 5 今後の金融政策の問題点

## 1 わが国金融構造の特徴

金融構造に関する研究は近年数多く見受けられる。しかし金融構造自体の意味については論者により必ずしも一義的に定まっているとはいえない状態にある<sup>1)</sup>と思われるが、その語のもつ意味について鎌倉 昇 助教授は次のように述べられている。すなわち金融構造とは、「企業の金融方式のタイプの如きものを意味しているようである。たとえば企業の経営に必要な資金が企業者自身の蓄積資本によって調達されているか、あるいは外部の個人的金融業者によって金融されているか、また銀行の如き近代的金融機関によって金融されているか、の差異が存するであろう。また近代的銀行組織の発達している国についても、それら銀行の供給する資金が主として企業の流動資本であるか、あるいはまた銀行が固定資本の供給まで行ないつつあるか、の差異を区別することができるであろう。金融構造とはまず、それぞれの国におけるこのような金融方式の一般的特徴を指すものである」<sup>2)</sup>。

本稿ではこのような視点に立って、わが国金融構造の特徴、就中、間接金融の優位、国債発行とマネー・フローの変化等に対して、それを前提とする金融政策が如何に施行されるべきかを考察する。

今日のわが国における金融構造について、一般にその特徴の一つに挙げられているのは、間接金融の優位ということである。わが国の金融が間接金融優位の構造<sup>3)</sup>をもつということは、資金供給余力に対して相対的に資金需要が強く、そのために必要な資金調達機構が形成されているということである。

わが国における間接金融の優位が、しばしば批難の対象になるのは、それが生産金融の局面<sup>4)</sup>における間接金融優位にはかならない。生産金融、とくに設備資金が間接金融に依存するということは、企業の資本構成における自己資本比率の過小を意味する。確定利子負担を伴う外部資金への依存は景気変動に対する企業の抵抗力を低下させ、経営の不安定性をもたらすというのが一つの論点である。この観点からは、間接金融比重の大きさそのものだけでなく、その質的側面、すなわち間接金融の内容が金融機関借入金に大きく依存しているという点が重視されねばならない。

間接金融の比重過大を批難する第二は、それが金融政策の景気調節能力の障害となるということである。わが国の場合、その間接金融中の借入金依存度が高いのみならず、その大きな部分が銀行からの借入金であるという点にある<sup>5)</sup>。運転資金だけでなく設備金融までも銀行の信用創造によって賄われ、結局において中央銀行の信用創造でバック・アップされるということが、とすれば過度の設備投資ブームをもたらす勝ちであり、しかもいわゆる成長通貨がそのルートを通じて同時に供給されている関係上、引締めを思い切った断行することに躊躇を感じさせることになる。これに対して、イギリスやアメリカで問題になっているのは、同じ間接金融比重の増大でも金融媒介機関の比重の増大であり、そのために伝統的な通貨調節手段では金融調節の効果が充分期待できないということであり、事情が異なっている。

ところで、最近におけるわが国の金融構造をアメリカやイギリス、西ドイツと比較したとき、いろいろの特徴を指摘することができる。まず資金循環表によって企業の資金調達方式について検討してみると、第1表のようにアメリカでは1960年から1964年までの平均で内部資金が全体の76.7%、イギリスでも72.7%と圧倒的な部分を占めているし、西ドイツでも61.5%と高い比率を示しているのに対して、わが国では内部資金は全体の僅か38%にすぎないことがわかる。さらに外部から調達した資金のうち銀行から借入れた資金の占める割合はわが国では全所要資金の43.5%という大きな割合であるのに対して、アメリカ7.3%、イギリス16%と非常に低い割合にとどまっている。

他方、日本、西ドイツでは借入金のウェイトが株式、社債に比較して著しく高いのに対して、アメリカおよびイギリスでは、両者がほぼ等しく、さらにアメリカについては一部市場性のある抵当信用を含めると有価証券の比率が逆にかなり高くなっている。アメリカ、イギリス両国において有価証券の発行による資金調達の比率が高いのは、いうまでもなく証券市場が発達しているからであり、市場の発達が遅れている日本、西ドイツでは長期投資資金の調達を市中金融機関および政府機関からの借入金に依存する割合が高くなる

第1表 企業の資金調達状況（1960～64年平均）（%）

	日 本	アメリカ	イギリス	西ドイツ
貯蓄 <sup>1)</sup>	38.4	76.7	72.7	61.5
借入金	43.5	7.3	16.0	28.3
有価証券	14.1	7.7	11.3	4.7
うち事業債	3.0	5.9	4.9	1.5
株 式	11.1	1.8	6.4	3.2
抵当信用 <sup>2)</sup>		8.3		
そ の 他	4.0			5.5
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0

- 1) 貯蓄は利益留保プラス資本減耗引当てである。
- 2) 抵当信用は民間企業の長期資金調達にあたり抵当証券の金融機関購入によるものであり、抵当証券は民間の住宅、ビル、工場建築資金調達のため発行され連邦住宅局等の保証を受けた市場性のある証券である。

日本銀行『調査月報』昭和41年1月

ことは避けられないことである<sup>6)</sup>。

したがって株式や社債による資金調達の比重が相対的に低いということは、日本のみの特徴ではなく西ドイツにも共通する特徴であるが、銀行からの借入が大きな割合を占めているという点はアメリカ、イギリス、西ドイツと比較した場合の日本の著しい特徴であるといえる。

つぎに1964年中の各種金融機関の貸出および証券投資の合計額のなかに商業銀行の貸出および証券投資が占める割合を比較してみると、アメリカでは約30%、西ドイツでは20%であるのに対して、日本では50%を超える大きな部分を占めている。したがってよくいわれることであるが、日本の金融構造の重要な特徴の一つが、金融市場における銀行の圧倒的な比重と貸出を中心とした銀行と企業との結びつきにあるということは否定できない事実であるように思われる。

- 1) 矢尾次郎『金融構造の意味』『バンキング』205号（昭和40年4月）68ページ。
- 2) 鎌倉 昇『金融経済の構造』創文社（昭和34年）
- 3) 石田定夫『マネーフロー分析』日経文庫（昭和38年1月）125ページ。
- 4) 川口 弘：川合一郎編『金融論講座』5.有斐閣（昭和41年7月）2ページ。
- 5) 戦後、国民総生産が著しく低下している下では、減価償却と任意貯蓄による正常な形での資金の供給に大きく依存することは困難であった。そのため市中銀行の信用創造機能をフルに活用して銀行信用による経済の急速な拡大をはかった。銀行信用を利用して通貨供給を行ない、これによって経済規模が拡大すると、やがて現金通貨の増

発と財政資金の引揚超過にはねかえることとなる。したがってまた日銀の追加信用の供給が必要となったわけである。このような体制は、ともすればインフレーション的な銀行信用膨張と企業のいきすぎた投資拡大を誘いやすい。

6) 日本銀行調査局『調査月報』(昭和41年1月)55ページ。

## 2 間接金融形成の基盤

このような間接金融優位の体制が形成されてきた基盤については、公社債市場の未発達、成長通貨の供給、個人貯蓄の動向等がすでに指摘されているところであるが<sup>1)</sup>、まず間接金融と直接金融がいつ頃から問題になったかについて触れておこう。

わが国では昭和36年頃からで、当時公社債信託が登場して、従来までの金融ルートが今後大幅に変化するのではないかというような考え方が強くなってきたことに端を発していると思われる。試みに昭和36年度の経済白書をみると次のように書かれてある。「今やわが国の金融構造は間接金融から直接金融への過渡期にある。すなわち従来の間接金融一本槍の姿から直接金融の色彩をもった混合形態の貯蓄ルートが生み出されてきた結果、金融のあらゆる面で大きな変化が生じつつある。」<sup>2)</sup>と。しかしこのような傾向はあまり長つづきしなかった。一方外国で、直接金融と間接金融の分類を行なったのは、J. G. ガーレイと E. S. ショーである<sup>3)</sup>。彼らによると、直接金融とは赤字支出単位が黒字支出単位から直接資金を調達することであるといい、その場合、赤字支出単位は直接債務証券を発行し、黒字支出単位に引受けてもらう。直接債務証券は、いわば株式とか社債である。しかし資本形成のための支出が、このような直接金融や自己金融だけで賄われている限り、経済の発展に追いつかない場合がある。そこで間接金融が登場する。これには金融機関が関与しており、これら金融機関は黒字支出単位に対し、自ら間接債務証券を発行して資金を調達する。間接債務証券というのは預金とか金融債である。そして間接債務証券を発行する金融機関が赤字支出単位の発行する直接債務証券とひきかえに資金を供給する。そこで資金を調達するために金融機関自身が発行する間接債務証券と預金の両方を含んだ総債務残高は、内部金融や直接金融に比して急速に国民所得に対する比率を高めることになると指摘している。要するに自己金融や直接金融のみでは経済の発展に即応することが困難である。したがって間接金融によってこそ経済の発展が維持できるという考え方を述べているわけである。

J. G. ガーレイと E. S. ショーがどのような意図をもってこういう分類をもち出したかという点についてはあまり明らかではないように思われるが、一つには、彼らが主張してい

る金融構造論を実証的に展開する必要があったのではないかと考えられる。それはアメリカにおける金融構造が徐々に変化して商業銀行のウェイトが低下し、その他の金融機関の比重が非常に大きくなっていると指摘している点からもうかがうことができる。

このように直接金融と間接金融の概念規定は、わが国だけでなく、アメリカにおいても大きな問題になっていたということがいえるわけである。

さて、既述のように、わが国では外国に比して、間接金融の比重がきわめて高いということであるが、かかる金融構造を形成せしめた要因について考察しよう。

わが国において明治以来、間接金融優位の体制が続いてきたのは、資本蓄積を人為的に強行し、経済の成長を早めようという国策の推進によるところが少なくなかったが、第二次大戦後においては、所得の平準化による国民貯蓄の零細化、資本起債市場の未整備のほか、経済の成長率が高く、企業がその投資資金を自己金融や直接金融で賄ない得なかったことによるところが大きい。そして企業はこの投資資金のうち、ほぼ半ばは間接金融すなわち借入金と銀行引受の有価証券投資に依存しているわけである<sup>4)</sup>。すでにみたように、企業の自己資本比率は1960～1964年平均で40%弱であり、昭和42年12月に出された大蔵省の法人企業統計によると、昭和41年度は18.4%と極度に低下している。戦前は自己資本比率がほぼ60%、欧米でも60～70%ぐらいであったことを考えると、わが国の場合、これが非常に低いということがいえるわけである<sup>5)</sup>。いわば企業のオーバー・ボローイングと銀行のオーバー・ローンを示していることにもなるが、このような状態が何故起こったかについては、貯蓄者側と調達者側の要因が考えられる。

貯蓄者側の要因の第一は、戦後の個人貯蓄がきわめて零細であるということである。貯蓄額が零細であると、いきおい安全確実なものを求めて銀行をはじめとする金融機関に集積されることになる。もっと余裕があれば、危険はあるが、しかし有利な投資対象を求めて変動する。しかし貯蓄の絶対額が非常に小さい場合は、もっぱら安全確実な銀行預金を選好する傾向にあるわけである。

第二は、証券市場とか、公社債市場の未成熟が側面から直接金融への道をはばんだということが考えられる。もっとも、株式市場の方は公社債市場に比し、今日まで比較的順調に拡大されてきたわけであるが、半面多くの人は株式投資は投機の対象となりやすいことからあまり寄りつかない傾向にあった。もちろん、戦後、証券民主化の線に沿って株式投資を行なう大衆は多くなり、個人株主のウェイトが次第に高まってきているのをもてこの辺の事情は明らかであるが、この間しばしば景気変動に応じて株価が騰落し、とくに39

年以後は高度成長期の反動で証券不況がかなり長期にわたって続くことになった。その結果、大衆投資家はかなりの痛手をこうむり、証券投資を忌避する傾向が強まった。一方、公社債市場は、株式市場よりかなり整備の状況が遅れており、41年2月から再開されたわけであるが、これも値付け市場の域を脱していないことから、手持債券の流動性が十分に確保されていない。ということはこれを換金する場がないということである。第2表によっても知られるように、最近では公社債のほぼ80%は銀行をはじめとする金融機関に消化されている。間接金融という場合には、銀行が貸出の形で資金を供給するばかりでなく、企業が発行する有価証券を銀行が消化する。これも間接金融の一部を構成することになる。以上は資金の供給サイドの問題である。

第2表 公社債の部門別消化額 (単位・億円)

	36年	37年	38年	39年	40年	41年	41年末 残高
銀行	2,747	3,155	4,675	4,921	5,388	11,221	51,171
中小企業金融機関	233	439	635	417	2,296	1,952	7,019
農林水産金融機関	353	62	199	-54	2,823	5,073	10,952
保険会社	-12	25	73	190	192	733	1,396
信託勘定	7	-8	28	65	126	472	766
小計	3,328	3,673	5,610	5,539	10,825	19,451	71,304
公共部門	970	1,006	1,223	993	231	62	6,664
投資信託	2,643	-730	-430	338	421	471	3,204
法人企業	705	1,180	1,217	852	690	812	6,914
個人	630	1,242	1,289	1,916	3,196	4,893	19,414
合計	8,276	6,371	8,909	9,638	15,363	25,689	107,500

(注) 公社債は長期国債、地方債、公社・公団・公庫債、金融債、事業債の合計。

銀行に日本銀行を含み、信託勘定に投資信託を含まない。

日本銀行『調査月報』昭和42年6月

次に資金の需要サイドからみてどのような隘路があったかをみよう。

戦後のわが国においては高成長が続いてきたわけであるが、これに関連して、自己金融や直接金融の立ち遅れを指摘することができる。一部に、それは企業の低い利潤率にあるという主張があるが、企業の総資本に対する税引後利益率はアメリカの場合は確かに高く、1965年現在で7.18%、イギリスでも5.03%となっているが、わが国では3.25%とかなり低い。

第二に増資がふるわなかったのは市況の騰落が著しかったということも関係があると思うが、資金の調達にあたってのコストが借入金よりも割高であったという点を無視しては

ならない。

第三にわが国は社債のウェイトが低いということである。1964年についてみると、わが国は産業資金調達のみならず社債の比重は僅かに3.2%、アメリカは5.7%、イギリス7.2%となっている<sup>6)</sup>。これは公社債流通市場が未発達であり、しかも借入金に対して公社債の発行コストが高いということ、さらに社債は一部大企業しか発行できないということなどの理由がからみあっていただと思われる。大企業では競争力も強く利潤率も高い。したがって社内留保が可能であり、必要に応じて社債や増資によって資金を調達することもできる。しかしわが国の場合、生産、出荷額のほぼ半ばは中小企業製品で輸出もほぼ50%近くが中小企業によって行なわれている<sup>7)</sup>。こういった中小企業は個人企業が圧倒的に多い。株式会社組織をとっていてもそれは体面上、税制上でそういう形をとっているということであって実態が伴わない場合が多い。このような中小企業は増資はもとより社債の発行もできない。そのような事情からわが国においては間接金融の比重が高くなっているわけで、こういう構造問題を解決しない限り直接金融と間接金融の比重を是正することは非常に困難な問題ではないかと思われる。このようにみえてくると間接金融優位の比重を低下せしめるためには、理論的にのみこれを解決することは困難であり、企業構造の実態を把握し妥当な政策金融が施行され得るような実証的研究に俟たなければならないであろう。

- 1) 原 司郎「直接金融と間接金融はどう変わるか」『金融財政事情』(昭和43年1月) 62ページ。

館竜一郎・小宮隆太郎『経済政策の理論』頸草書房 1966, 260ページ。

- 2) 経済企画庁編『経済白書』(昭和36年度) 501ページ。

- 3) J. G. Gurley and E. S. Shaw; "Financial Intermediaries and the saving-Investment process," *Journal of Finance*, May 1956. pp. 267~272.

J. G. Gurley and E. S. Shaw; *Money in a Theory of Finance*. 1960.

鎌倉 昇『金融経済の構造』創文社 (昭和34年) 67ページ, 219—220ページ。

- 4) 日本銀行調査局『わが国の金融制度』(昭和41年6月) 46—48ページ。

- 5) 企業の資本構成を改善すべきであるという議論の基礎には、一般的に経営の安定がその目標にされており、不況に耐え得るために自己資本の割合を高めなければならないということにある。ところが現代の経済政策とくに安定化政策は著しい進歩をみせ、不況の程度は軽く、期間も短くなっている。自己資本比率の基準として、戦前並みの50%とか60%とかが例に出されるが、資本主義経済の安定度がきわめて高く将来も高まるといわれている現在、戦前の数字をもち出してもあまり説得力がないようである。企業の資本構成は、このような不況への抵抗力という面よりも、むしろ経済成長の速度との関連で重要な意味をもっている。

- 6) 日本銀行統計局『主要企業経営分析』(昭和42年3月)

7) わが国工業製品輸出に占める中小企業製品の割合をみると、32年の58.2%から40年では45.5%、41年1～9月では45.6%へと低下しているが、これは輸出の商品構成の変化によるところが大きい。すなわち従来の繊維製品、雑貨等にかわって重化学工業製品の比重が高まり、発展途上国との競合関係が影響を与えているものと思われる。中小企業庁編『中小企業白書』(昭和42年5月)6ページ、35ページ。

### 3 国債発行とマネー・フローの変化

今後長期的にみて金融構造に重要な影響を及ぼすと思われる要因については、所得水準上昇に伴う個人の金融資産選択態度の変化、民間設備投資の動向、財政支出の比率増大等をあげることができるが、このなかでも財政支出規模は今後20年間に約4倍の大幅増加が見込まれている<sup>1)</sup>。このような増加は人件費、サービス購入等の消費的支出をかなり抑制しても、社会資本充実のための政府投資および社会保障目的のための振替支出が大幅に増加するためだとされている。しかし、支出内容のいかんを問わなければ、このことは財政主導型の成長経路を示唆するものであろう<sup>2)</sup>。かかる財政の比重増加は、マネー・フローにかなり大きな変化をもたらすと同時に、膨脹する財政支出をまかなうための国債発行ないし国債残高の累積と金融調節との関連が重要になる。

41年初め以来、不況克服を旨として国債発行にもとづく有効需要喚起策がとられ、その後景気は上昇過程に転じた。民間設備投資および個人消費支出の増加は景気の上昇を力強く支えているが、その反面輸入の激増と輸出の伸び悩みは国際収支を著しく悪化させ、容易に改善の見込みが立たないので、景気の過熱抑制は避けられない情勢となった。国債発行量の削減、財政支出の繰り延べ、公定歩合の引上げ、日銀の窓口規制の復活(40年6月廃止、42年9月1日から復活)などが相次いで行なわれるに至ったのは、国債発行下の景気の行きすぎを押えるためにはかならない。またその後のポンド切下げに伴う公定歩合の再引上げあるいは最近のゴールド・ラッシュに伴うドル不安のわが国への影響等、引締め長期化と相俟って内外の難問題が山積している。

ところで、最近におけるマネー・フローの変化を第3表によってみよう。これによると法人企業部門と公社・公団・地方公共団体部門は常に資金不足であるが、個人部門は常に資金余剰となっていることがわかる。

これに対して最も注目されるのは、政府部門の動きである。政府部門は37年を転機として黒字幅は年々縮小しながらも、一応40年までは資金の貸手であったのが、41年には資金の借手に転じている。この変化をもたらした最も大きな要因は、いうまでもなく41年にお



第3表 部門別資金過不足の推移

（単位・億円）

	36年	37年	38年	39年	40年	41年
民間部門	-5,025	1,906	294	4,804	12,381	18,984
法人企業	-24,295	-16,922	-18,415	-21,699	-12,769	-14,148
個人	19,090	18,828	18,709	26,503	25,150	33,132
公共部門	1,668	-2,081	-3,099	-6,532	-9,029	-14,476
政府	4,819	3,366	2,971	1,136	1,145	-2,537
公社・公団 地方公共団体	-3,151	-5,447	-6,070	-7,668	-10,174	-11,939
計（国内部門）	-3,537	-175	-2,805	-1,728	3,352	4,508
海外部門	3,537	175	2,805	1,728	-3,352	-4,508

## 日本銀行『資金循環勘定』

ける国債の発行にある。これと並んで注目されるのは、政府を含めた公共部門の資金不足が次第に増大し、41年は1兆4,000億円とこれまでにない巨額なものとなったことである。

こうした公共部門の資金不足の増大はここ数年にわたってみられることで、その主な原因は公社・公団・地方公共団体部門での資金不足の著しい増加にある。41年の場合は、これにいままで資金余剰だった政府部門が資金不足に転じたことが加わって、余計大きな資金不足となったといえる。

このほか法人企業部門の資金不足が、景気の回復過程にありながら40年水準を僅かに上回る1兆4,000億円にとどまったことも目をひく。法人企業の投資活動は41年の年央以降かなり活発化してきたが、投資に必要な資金の大部分が減価償却、内部留保といった自己資金でまかなわれたため、同部門の資金不足はそれほどの拡大を示さなかったわけである。

かつて35、6年の高度成長期には企業の資金不足幅が圧倒的に大きかったのに対し、最近ではそれに代わって政府と公社・公団を合わせた公共部門のウェイトが大きく上昇してきたことは、よくいわれているように、わが国経済が「民間設備投資主導型」の経済から「財政支出主導型」のパターンに変化しつつあることを示すものといえる。

こうしたなかにあって個人部門の資金余剰の基調は殆んど変わらず、41年は3兆3,000億円と前年の2兆5000億円を大幅に上回る貯蓄超過をみせた。

ところで国債が発行されるということは、政府部門が基本的に資金不足に陥入っていることと同じことなのである。ドッジ・ライン以後のわが国金融構造の一貫した特徴は、政

府が均衡財政を堅持してきたので、資金の流れは、個人部門の黒字が金融機関を通して法人企業部門に流れ、企業は常に龐大な赤字になるという一つのルートが支配的であった。そして財政の自然増収があればそれだけ企業の赤字を増大させ、そして金融面では恒常的な日銀借入れとその累増という姿をとったのである。

もっとも国債が発行されるまで均衡財政が堅持されたとはいえ、それは一般会計に関するものであり、さらに準政府ともいうべき公社・公団部門あるいは地方公共団体部門では恒常的に資金不足であり、しかもその幅は年々拡大してきた。

したがって公共部門全体としてはすでに37年を転機として赤字に転化していたから、41年の国債発行、すなわち政府部門の赤字転落もこれまでの傾向をさらにいちだんと拡大したものにすぎないといえないこともない。しかし公社・公団はもとより、地方公共団体のうちの地方公営企業などは、負債は将来の収入により償還しうる途を一応はもっており、その面では企業部門と同一性格をもっている。これに対して国債は租税のみが担保であるという意味において根本的に異なるわけで、長期国債発行の意義を軽視するわけにはいかない。正常な状態においては一方の赤字の増大は必ず他方の黒字ないしは赤字の減少をもたらす。政府の赤字ということは民間から租税等の形で吸い上げた分以上に民間から買うことであり、これを企業の側からいえば政府に納めた以上のものを政府に対して販売するわけで、その分だけ政府に対して黒字となるわけである。

こうして法人企業の赤字幅は39年まではふえ続けたが40年、41年と縮少し、41年には公共部門と法人企業部門の赤字幅はほぼ同じになった。金融的には個人部門の黒字が金融機関等を介して公共、法人企業両部門に半々に流れたことになる。

法人企業部門の赤字幅の縮少は、単に算術的に国が借りたから減ったというだけのものではなく、投資活動自体が37年度以降鈍化していることにも負っている。民間企業設備投資の規模は31～36年度間に2.85倍となったが、36～41年度の比較では1.28倍にすぎない。設備投資の伸びの鈍化は当然に、過去の設備の減価償却によってまかなわれる割合をふやすから、この面からも赤字を縮少するのである。主要企業の設備投資の自己資金調達率は第4表によって知られるように、37年度上期の44.7%から41年度下期には88.6%にまで上昇し、このうち減価償却だけでも41年度下期に10%減少したとはいえ62.8%と高い水準にあるわけである。

42年度は大企業の設備投資は4割程度急増する計画となっており、自己資金調達率も若干落ちることが予想されているが、それでも過去に比べればかなり高いものとなっている<sup>3)</sup>。ところで公共部門の借入増大が法人企業部門の借入依存度を低下させたことと、設備投

第4表 大企業の自己資金調達率 (億円・%)

年度期	設備投資(A)	内部資金(B)	うち減価償却 (C)	B/A	C/A
37	上	7,803	3,494	44.7	32.1
	下	7,047	3,681	52.2	46.8
38	上	6,284	4,196	66.8	56.5
	下	6,896	4,466	64.8	55.8
39	上	8,178	5,445	65.8	55.7
	下	8,407	5,434	64.6	56.4
40	上	8,257	5,246	63.5	58.7
	下	7,205	5,308	73.7	68.0
41	上	7,194	6,020	83.7	71.1
	下	8,609	7,627	88.6	62.8

(注) 41年下期は内部資金に引当金を含む。

日本銀行『主要企業経営分析』

資の動向そのものからくる法人企業の赤字幅縮少の二つの要因は全く別のことを意味するわけではない。設備投資の停滞の前提には法人利益の伸び悩みがあり、これが税収の伸び悩みをもたらし、国債発行を必然化したのである。また逆に民間設備投資が伸び悩んでいるからこそ、国債の発行によってでも総需要を維持する必要性があったし、またそうすることが許容されるのである。

今後これまでみたような資金の流れの変化が定着するか、それとも再びかつての高度成長期のような姿に逆戻りするかは、民間設備投資の動向如何にかかっていると過言ではない。最近、労働力不足が激化していること、また資本取引自由化と相俟って、設備投資の誘因は非常に強くなっており、その必要性も高い。しかし反面、かつての不況の経験あるいは資本自由化が企業家の態度を慎重にさせているともいわれる。42年度についてはともかく、それ以後も従来と同様の歩調で民間設備投資の拡大が続くという見方は少ないようである。

また国債発行下の経済に移行してもっとも顕著な変化をみせたのは金融面ではコール市場であった。40年に入ってからコール・レートの低下が従来以上に促進され低位安定化の様相を強めたことについては、国債発行との関連が指摘されてよいであろう。国債発行の基盤整備として、公社債流通市場の整備が強調され、コール・レートを債券利廻り以下に引下げることがその焦点とみられたことは、なお記憶に新たなところである。コール・

第5表 コール・レートの推移  
(日歩・銭)

年 月	無条件物	月 越 物
39. 9	3.10	3.60
12	3.00	3.50
40. 1	2.30	2.60
6	1.90	2.10
12	1.60	1.80
41. 6	1.60	1.80
12	1.60	1.80
42. 3	1.70	1.90
4	1.60	1.80
5	1.60	1.80
6	1.70	1.90
7	1.70	1.90
8	1.80	2.00
9	1.90	2.10
11	1.90	2.10
12	2.00	2.20
43. 1	2.10	2.30
2	2.20	2.40

レートが本格的に下り始めたのは第5表のように40年に入ってからである。無条件物の中心レートで見ると、39年9月に3銭1厘であったのが40年1月に2銭3厘に急落し、6月には1銭9厘と前回引締め前の最低水準にまで戻ったが、その後も下り続けて10月以降は1銭6厘の低水準になり、月越物は1銭8厘になった。この状態はそのまま41年を経過して42年2月まで続き、異例のコール・レート低位安定期に入った観を呈したのである。その後は景気政策との関連で再び動意含みに変わってきたが、本格引締め過程に入った42年9月に無条件物1銭9厘程度に止まり、その後、本年1月の公定歩合再引上げで、2銭1厘へ、さらに引締め効果の一層の浸透という日銀の配慮から2月20日に無条件物2銭2厘、月越物2銭4厘と40年3月以来の高水準に達し、またその後の日銀の景気抑制型姿勢を受けて季節的緩慢期である4月にも低下せず、早ければ6月初めには逆に1厘上昇、月越物で2銭5厘となる見通しである

日本銀行統計局『経済統計月報』

が<sup>4)</sup>、従来の引締め期にみられた異常高騰は予想されていない。

1) 日本経済研究センターが1967年に行なった「1985年の日本経済」では利用可能な労働力の大きさとその生産性上昇の見通しを基礎として、長期予測が行なわれている。それによると、1965年を基準として、20年後の1985年には国民総生産は3.5倍、個人消費3.5倍、民間設備投資3倍、政府支出4倍に増加するものと見込まれている。

このような推計基礎については批判もないわけではなかろう。しかし、長期予測について絶対的に妥当な方法というべきものが存在しない現実においては、上のような長期展望はそれなりに充分の意義をもつものと評価しなければならないであろう。

2) 山下邦男「金融機関の未来像を考える」『金融財政事情』(昭和43年1月)57ページ。

3) 通産省調べ(43年4月18日)では、本年度の主要企業設備投資計画によれば、43年度の設備投資は2兆9,366億円、前年度比30.9%増(42年度見込み2兆2,428億円、前年度比44.8%増)と伸び率は鈍化するものの、なお高水準を維持するものと推定されている。

4) これは日銀が引締め政策に転じてから昨年9月、12月、本年1月、3月に続いて5度目の上昇で、これがとくに資金需要の集中する都市銀行の収益を圧迫することは避

けられないとみられている。

#### 4 債券市場の形成

コール・レートの低下は債券市場における資金調達を容易ならしめる機構を形成し、資金過不足の調整がここで行なわれるようになった。すでに都市銀行は国債発行に備えて40年秋頃から市中に金融債・地方債を売却して資金調達を行なったが、これはコール・レートの低下で有利な資金運用手段を失っていた中小金融機関や農林関係金融機関によって買われた<sup>1)</sup>。このように、コール・レートの低下は公社債流通市場の環境を整え、41年2月には市場が再開された。またこれを基礎として日本銀行は市場価格による無条件オペレーションを実施した。債券の市中売却は41年度にも金融債を中心として活発に行なわれてきたが、その後も資金需要の抬頭とともに、都市銀行側の売却意欲が一層高まる反面、買い手側では買い控えの傾向が強まってきた。

これを都市銀行の保有有価証券の動向の側からみると第6表の通りである。

第6表 都市銀行保有有価証券の増減 (単位・億円)

	39年	40年	41年
国債	△76	432	2,369
地方債	463	84	25
社債	4,466	3,921	△806
うち金融債	(3,123)	(2,329)	(△795)
公社債券	(858)	(465)	(288)
株式	479	237	811
その他とも計	5,371	4,659	2,399

日本銀行『経済統計月報』

すなわち、41年度の有価証券の増加は前年度に比し2,399億円にすぎないが、このうち国債が2,369億円でその他の証券は全部で30億円しか増えていないのは、日銀のオペレーションに応じた（政保債）ほか債券の市中売却が多量にのぼったことの結果である。なかでも金融債の795億円にのぼる純減が目立っている。なお最近では国債の発行、金融引締めによって債券の値下がりが続いており、本年1月に国債発行条件および長期金利が改定されるに及び、金融債の無理な消化を避けるため、その発行量が大幅に削減される傾向にある<sup>2)</sup>。

金融債はこれまでわが国の資本蓄積構造上きわめて重要な役割を果たしてきた。まず一

般的には長期資金の不足というなかであって、個人あるいは短期金融機関の短期資金を金融債を通じて長期資金化するということである。そしてより具体的には都市銀行にとってはみずから引受けた額以上の設備資金を興・長銀から自己の系列企業に還元融資してもらい、系列企業からは再びそれを預金として受け入れることができた。そしてまた保有金融債は買オペ対象としてあるいはコール担保として流動化することも可能だった。ところが国債の引受けは金融債との競合をもたらすのみでなく、従来金融債を通じて企業に対して長期資金を供給するというルートから、国債を通ずる一般的な資金供給ルートに変わり、企業の資金ぐりが緩和するとともに、都市銀行にとって金融債引受け、そして系列企業に対する還元融資というメリットを乏しいものにさせた。また41年2月の無条件オペ切替以後、金融債は原則としてオペレーションの対象外とされたことも金融債の魅力を減殺したのである。

債券流通市場において、国債、電々債を除く一般債券の売り大手は、都市銀行である。第7表は金融機関保有社債の増減額であるが、これに新規消化による純増分を調整した都市銀行の既発債売却額は、40年度約2,200億円、41年度3,700億円、42年4月—9月1,790億円と推定される<sup>3)</sup>。40年から41年にかけては、この大量売却に対して、中小金融機関、農林関係金融機関を中心とした活発な債券投資が行なわれ活況を呈していた。

第7表 金融機関の社債保有の増減 (単位・億円)

	40年10月 41年3月	41年4月 41年9月	41年10月 42年3月	42年4月 42年9月
都市銀行	1,354	△577	△229	615
長期信用銀行	279	262	24	148
地方銀行	1,064	559	△203	487
信託銀行	146	298	167	23
相互銀行	313	146	136	287
信用金庫・全信連	497	528	242	326
信農協連合会・ 農林中金	1,446	828	964	120
保 險	215	165	393	158

日本銀行『經濟統計月報』

このような動きは42年の金融逼迫、コール・レートの上昇のなかで大きく後退し、債券市場の軟化を促進した。なかでも、信農協連合会、農林中金の社債増加額は、40年10月から41年3月にかけて1,446億円、41年4月から9月には828億円、41年10月から42年3月の

964 億円から、42年4月以降9月には120 億円に急減し、債券需給悪化の大きな要因となり、金融環境の変化をもたらすことにもなった。

国債の発行は大量の単一銘柄の登場という意味で公社債市場形成の軸となるが、これまでみたように、それに伴うコール市場の変化などを通じても債券市場に影響を与えた。しかし同時に債券市場の構造あるいはわが国の長期金融の構造にも大きな影響を及ぼそうとしているわけである。また国債の発行条件が市場メカニズムを尊重して改定されたことはそれなりに高く評価できるが、その改定が十分なものでどうかは今後の市場の動向、消化状況となって現われてくる。その時点で再び議論される可能性も多分に含んでいるといえよう。

- 1) 総合政策研究会『日本の公社債市場』ダイヤモンド社（昭和41年6月）83—85ページ。

吉田 暁「金融構造の変化と今後の財政金融政策の問題点」『経済評論』（昭和42年7月）112—113ページ。

- 2) 金融債については、資金不足になやむ都市銀行を中心に引受額大巾削減の動きが強まり、長期信用銀行3行は本年1—3月のみならず、金融債の市況が本格的に立ち直るまで、金融債の発行を純増ベースで前年実績より30パーセント削減する意向を固めている。1—3月については、削減の基準となる前年実績を4—12月平均（3行合計で月平均396億円の純増）でとり、なお今後も窓口規制の実質強化によって企業金融が締め、企業の公社債売りの増加が予想されることから4—6月も発行調整を継続し、純増ベースで20—30パーセント圧縮することを決めた模様である。

『日本経済新聞』（昭和43年1月21日、同3月31日）所載。

- 3) 公社債引受協会『公社債月報』No. 138（昭和43年2月）。

## 5 今後の金融政策の問題点

国債の登場は、公社債市場の確立整備を一段と緊急な課題とすることになった。従来は均衡財政主義をとってきたため、財政の膨張も税の自然増収の範囲内という限界があった。しかし国債発行によりその歯どめがなくなった場合、不況期はともかくとして、好況期にも公債が安易に発行されて、財政規模が膨張しインフレを誘発する恐れがある。それを抑制するには種々の方法が考えられるであろうが、その重要な点は財政政策と金融政策が一体となって運営され、国債もまた景気動向を反映する金融市場の原理にしたがって発行が調整されることである。ここに公社債市場の重要性がある。すなわち公社債市場が整備され、そこに市場メカニズムが貫徹するようになれば、それに沿って国債の発行も増減

されるようになる。発行当初から原則的に市場公募の建前をとっているのも、そうしたねらいからである。

一般的にみて国債発行下においては、金融政策は従来以上に複雑かつ困難になり、むしろその政策効果を減殺する役割をもつといえよう<sup>1)</sup>。すなわち国債の円滑な発行・消化を全く無視できないこと、国債発行に伴ない公共部門の比重は漸次高まるが、この分野には金融政策は及びにくいこと、また資金の流れが変化し、企業の借入依存度が低下するので引締め効果が波及しにくくなること、さらに金融機関をはじめ民間保有の国債の残高が累積すればそれを流動化することによって資金調達が容易になること、など金融政策の効果を弱める要因がでてくるからである。さらに自由化の進展に伴って海外からの資金流入も無視しえなくなってくる。

したがって今後の金融政策は多角的なものとなる必要性があるとともに、財政の側からの協力、いわゆる財政金融政策の一体的運用が必要となるわけであるが、財政運営については政治的要素が絶えずつきまとうほかに、国会の議決を要することなど機動性に欠けるという本質的な問題もある。しかしさしあたっては租税の自然増収などを主因として、金融市場が逼迫し、コール・レートが上昇する場合には、まず国債発行額を削減する措置が必要となろう。なぜなら自然増収の存在は国債発行をそれだけ困難とする状態を意味し、また市場メカニズムに即して国債の発行が調整されるということの具体的な姿である。もっとも自然増収分を国債の減額で調整してしまうことは、自然増収のもつ自動安定作用を

第8表 国債発行高及び消化状況 (単位・100万円)

	40年度		41年度		合計	
	消化額	%	消化額	%	消化額	%
都市銀行	44,373	40.3	273,099	40.5	317,477	40.4
地方銀行	21,889	19.9	134,708	19.9	156,597	19.9
長期信用銀行	10,613	9.6	65,313	9.7	75,926	9.7
信託銀行	3,844	3.5	23,656	3.5	27,500	3.5
相互銀行	3,844	3.5	23,656	3.5	27,500	3.5
農林中央金庫	3,844	3.5	23,656	3.5	27,500	3.5
信用金庫	3,844	3.5	23,656	3.5	27,500	3.5
生命保険会社	3,844	3.5	23,656	3.5	27,500	3.5
証券会社	13,900	12.6	83,600	12.4	97,500	12.5
計	110,000	100.0	675,000	100.0	785,000	100.0

大蔵省『財政金融統計月報』189号



なくしてしまうという見方もあろう。

しかしこのような考え方が成立するには、国債が真に市場メカニズムに即して発行され、金融機関側で、民間の資金需要に応ずるか、国債に応ずるかについて自由な選択ができることが前提である。現在の国債発行が、市中消化の原則によることとされたのは、市場メカニズムを通ずる歯止めを期待してのことではあったが、現実には強制割当的な要素を多分に残している。

周知のようにわが国の公社債市場は甚だしく立ち遅れており、間接金融の

昭和41年度 引受国外消化状況

応募者	金額(千円)	%
政府関係機関	179,400	0.2
地方公共団体	22,900	0.6
金融機関	1,715,000	2.1
(信連、農協、信用組合、保険会社その他)		
投資信託	—	—
一般事業法人	3,938,000	4.7
その他法人	3,572,300	4.3
個人	74,099,100	88.6
非居住者	72,100	0.1
計	83,600,000	100.0

比重が圧倒的に大きい。現に国債の市中消化をみても、その90%までが金融機関による消化で個人消化は僅か10%にすぎない<sup>2)</sup>。直接金融の比重の大きな国では金融の繁閑は、国債その他の債券の利回りに敏感に反映するが、わが国ではまず金融機関の資金ポジションに反映する。このように金融機関の資金ポジションが金融の繁閑の最も敏感なシグナルであるとすれば、景気調整のために望ましいことは、まず国債発行量を調整することであり、発行条件の改定は発行量の調節のみでは所期の効果を収め難いと判断された後でも遅くはないであろう。また他方、今後は国債が日銀のオペ対象として、あるいは貸出担保として、日銀信用を受ける中心的な手段となるわけだから、金融機関側としても国債のデメリットばかりを強調するわけにはいかない面もある。

なお国債発行に伴う資金の流れの変化は、金融調整の方法に新たな変化を予想させないわけにはいかない。30年代の高度成長期において最も重要であった現金通貨供給方式は、日銀貸出のルートによるものであった。これはオペレーションを通じて現金通貨の調整を行なっているアメリカ、イギリスと対象的である。このように、現金通貨供給方式におけるわが国とアメリカ、イギリスとの差異は、それぞれの国債残高の差に依存するところが大きいと思われる。それはオペレーションを行なうにはその対象となる国債の存在がまず必要であると思われるからである。

わが国においても国債の発行が行なわれ、資金の流れが変化すれば、新しい金融調整の方法を当然考えなければならなくなる。したがって新しい金融政策の手段として公開市

場操作がクローズアップされたとしてもそれほど不思議ではない。しかしわが国の場合たとえ十分に国債残高が増加したとしても直ちにアメリカ、イギリス並みの公開市場操作が行なわれると考えることはできない。なぜなら公開市場操作が有効に作用するためには、市場の発達が充分でなければならないが、それには充分な金融資産の蓄積と同時に、現金化の必要がある場合には、保有金融資産の売却によって、金融資産の流動化が確実に行ないうることが必要なのである<sup>3)</sup>。アメリカ、イギリスにおいては個人や企業がかなりの国債を保有しているに対し、わが国では、上にみたように国債はごく僅かしか個人や企業によって保有されずに、その大部分は金融機関や政府によって保有されているのである。したがって、わが国の場合、公開市場操作といっても当分の間充分な姿をとらないであろうし、民間の資金需要を抑制する必要がある場合にはやはり金利政策が発動されるべきであろう。

さきに国債発行下では金融政策は効きにくくなると述べたが、わが国の場合は、企業の新たな借入依存度が低下したとはいっても借入残高は巨額にのぼっていること、また国債の累積残高がそれほど大きくないこと等から、その効果はまだ充分期待されると考えられるのである。もちろん金利政策のみで充分だと考えることも非現実的であって、窓口規制や、融資ルール、ポジション指導等をてこととする道義的説得が多分に加わってくるであろう。このように多様化してゆく金融政策のなかで、従来よりいつそう弾力的・予防的に運営されることが望ましいし、また何よりもまず金融政策の効率化をはかることが今後の問題であろう。

- 1) 既発行証券の存在が金融引締政策をより有効にするか否かの問題は、アメリカ、イギリスなど大量の政府証券をかかえた先進資本主義国の戦後金融政策のなかで、もっとも重要なものの一つであった。

矢尾次郎：川口慎二編『金融政策入門』有斐閣、(昭和42年7月)119ページ。

- 2) 42年度中の国債消化額は、6,900億円であるが、そのうち6,290億円(89.6%)が金融機関、資金運用部によって消化され、残る610億円のなかで個人消化分は僅か497億円(8.4%)であり、41年度の741億円(11%)と比較してその消化率も低下している。全国銀行協会連合会『金融』(昭和43年5月)92ページ。

- 3) 荒 憲治郎：花輪俊哉「戦後日本の成長と金融」『金融経済講座』I, 東洋経済新報社(昭和43年4月)63ページ。

付記 本稿で使用した各種統計表のなかで、42年度分についてはすでに公表されており、その後の事情も多少変化してはいるが、本誌が印刷途上にあつたため転記できなかつたことをお断りしておく。