

研究

財政危機下における資金運用部資金の

財政投融资計画外運用について

梅原英治

目次

- 一 資金運用部資金の財政投融资計画外運用の新段階
- 二 国債管理政策の一手段としての資金運用部資金
  - 1 大量国債発行下の国債市場と国債管理政策
  - 2 国債管理政策の一手段としての資金運用部資金
  - 3 国債市場への資金運用部資金導入の条件と問題点
- 三 財政危機下における資金運用部資金の短期運用
  - 1 資金運用部資金の短期運用の基盤と運用形態
  - 2 対政府特別会計短期貸付
  - 3 対日銀債券売買

小括

一 資金運用部資金の財政投融资計画

外運用の新段階

一九七〇年代後半以降の財政投融资構造における最も重要な特徴の一つは、中央・地方を通じる財政破綻に対して、財政投融资原資がその積極的な対応手段として大規模に動員されてきたことである。従来からの「一般会計の財政投融资化」の一層の促進(とくに住宅・下水道など)<sup>(1)</sup>、あるいは七七年度第一次補正予算における日本開発銀行・日本輸出入銀行の貸倒準備金・北海道東北開発公庫の滞貸償却引当金の取崩しとその一般会計財源への繰入れなどもその例であるが、とりわけ

重要なのは、資金運用部資金による国債引受け、交付税及び譲与税配付金特別会計をはじめとする各種政府特別会計への貸付、政府短期証券・長期国債などの日本銀行との短期取引など、財政投融资計画外での資金運用部資金の運用が年々巨額になり、その意義が重大化してきたことである。

本稿の課題は、財政危機下におけるこのような資金運用部資金の財政投融资計画外運用の役割とその問題を究明することである。

周知のように、財政投融资計画は、それを構成する原資（産業投資特別会計出資金、資金運用部資金、簡易生命保険及び郵便年金特別会計積立金つまり簡保資金、政府保障債、政府保障借入金）の制度全体を含んだものでなく、それらの「長期的な投融资であって、しかも財政資金としての資源配分機能を有する部分のみをとりだして整理したものである」<sup>(3)</sup>であり、これは原資の側からみれば、原資の運用にはこのような財政投融资計画原資としての運用とそれ以外のものがあるということである<sup>(4)</sup>。

資金運用部資金については、資金運用部資金の運用（貸付または債券保有）は、期間別に、(イ)運用期間五年以上の長期運用予定額（その運用を予定する年度の資金運用部特別会計予算

総則にかかげ国会の議決対象となるもの）、(ロ)年度内貸付や一年未満の償還期限のある債券運用などの短期運用（一九六一年資金運用審議会「資金運用部資金の短期運用に関する決議」にもとづく大蔵大臣権限で行なわれる運用で、翌年度の審議会で実績報告が行なわれるもの）、(ハ)(イ)(ロ)の中間期間（一年以上五年未満）での運用（年度をまたがる一年未満の貸付を含み、資金運用審議会の議に付すことが必要）、に区分され、このうち財政投融资計画に計上されるのは、(イ)の大部分

第1表 資金運用部資金の期間別運用残高  
(単位：億円、%)

	期			計
	長期 5年以上	短期 5年未満 1年以上	短期 1年以下	
貸付	159,518 (92.8)	170 (0.1)	12,237 (7.1)	171,925 (100.0)
債券	26,167 (46.6)	1,566 (2.8)	28,415 (50.6)	56,148 (100.0)
合計	185,685 (81.4)	1,736 (0.8)	40,652 (17.8)	228,073 (100.0)

(出所) 福島量一ほか編、前掲書、170頁より借用。

- (注) 1. 1973年3月末残高である。  
2. ( ) 内は構成比である。

つまり長期運用予定額から国債・金融債（商工債券を除く）への運用額を除いたもののみである。その比重を第一表から求めるならば、長期運用が全体の八割以上、その中で貸付形態による運用が九割以上を占めていることが

ら、運用残高全体の約七割が財政投融资計画原資としての運用ということになる。ただしこの表では年度末残高計数を掲げているため、過去からの推移も年度中に資金の運用・回収を繰返し資金回転の速い一年未満の短期運用の実態も不明で、また統計も古いので(ただ資金運用部資金の期間別運用残高はこの表以外に公表されていない)、つぎの第二表をみることにしよう。

第二表は、資金運用部資金の運用状況を運用期間五年以上と以下に分け、前者をさらに財政投融资計画原資としての運用と国債引受けとに区分したものである。短期運用で年度中の累積額をかかげたのは、いま述べたように、年度末資産状況をみただけではその実態規模がわからないからである(また「累積額」をかかげたのは日常的に行なわれる短期運用を仔細に把握することは不必要だからである)。

年度中に発生する余裕金の規模や資金の回転速度などとの関係で、短期運用の年度内累積額は膨大な額に達している。長期運用と短期運用とは内容的に異なるので単純な比較は許されないが、短期運用の年度内累積額は年度中の総運用額の八五%前後を占めている。ここでは財政投融资計画原資とし

第2表 資金運用部資金の期間別運用状況

(単位: 億円, %)

年度	長期運用						短期運用		総計	
	合計		財政投融资計画		国債引受け		短期運用累積額			
	額	構成比	額	構成比	額	構成比	額	構成比	額	構成比
1966	12,522	14.7	12,522	14.7	—	—	72,925	85.3	85,477	100.0
67	16,044	15.8	15,060	14.8	984	1.0	85,567	84.2	101,611	100.0
68	19,053	13.4	18,808	13.2	245	0.2	123,303	86.6	142,356	100.0
69	22,522	13.8	22,252	13.6	300	0.2	141,045	86.2	163,597	100.0
70	28,075	13.4	27,775	13.2	300	0.2	181,919	86.6	209,994	100.0
71	37,488	17.9	34,789	16.6	2,699	1.3	172,422	82.1	209,910	100.0
72	46,092	15.8	43,592	14.9	2,500	0.9	245,863	84.2	291,955	100.0
73	52,257	18.0	49,317	16.9	2,940	1.1	238,768	82.0	291,025	100.0
74	80,349	28.3	76,150	26.8	4,199	1.5	203,812	71.7	284,161	100.0
75	97,510	17.9	89,111	16.3	8,399	1.6	448,190	82.1	545,700	100.0
76	101,215	12.5	90,783	11.2	10,303	1.3	709,388	87.5	810,603	100.0
77	112,719	12.1	102,451	11.0	10,431	1.1	820,502	87.9	933,221	100.0

(出所) 会計検査院「各年度の決算と検査」各年度版より作成。

(注) 財政投融资計画は運用済み額。

ての運用は全体の一割強と、年度末残高構成とは反対の姿が現われている。

さて、財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用ということからいえば、第二表からも明らかのように、国債引受けも短期運用も七五年度を画期として飛躍的な増大を示している。新期発行長期国債の引受けは、七五年度には当初引受け予定分に補正予算での国債大量発行に対する引受けが追加されたことよって、七四年度に比べ二倍の八三九九億円となり、それ以後も毎年度一兆円を越える引受けを行っている（七八年度には新規国債引受けは予定されなかったが、翌年度からは復活され、七九年度当初予算では一兆五〇〇〇億円、八〇年度予算でも二兆五〇〇〇億円が予定されている）。また、短期運用の年度内累積額は、とくに七五年度補正予算にはじまる交付税特別会計への貸付を中心に急増し、七四年度の二〇兆三八二億円に対し七五年度は二倍強の四四兆八一九〇億円、七七年度には八二兆五〇二億円と四倍以上になっている。このように量的にみてくる限り、七五年度を画期として、資金運用部資金の財政投融资計画外運用は新たな段階に入ったといえることができるであろう。

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について（梅原）

六五（六五）

ところで問題は、このような量的変化の背景には如何なる事態が存在するのか、資金運用部資金は如何なる基盤をもって如何なる役割を果たし、その逢着する矛盾は何かを明らかにすることである。

資金運用部資金の財政投融资計画外運用の果たす役割が重大化してくるにつれて、それへの関心が高まってきている。横山信孝氏はこの動きを先駆的に紹介された一人だが、ここでは短期運用については実態の簡単な紹介にとどまり、国債保有については資金運用部資金による国債個人消化の代替とそれによる財政インフレの危険性をはじめとする諸問題点を指摘されるにとどまった（ただ当時の条件上の制約があったことは否めない<sup>6)</sup>）。その後、国債消化難という事態を迎える中で、資金運用部資金の大量動員によって国債市場を安定化しようとする見解が数多く出され、例えば、野口悠紀雄氏は、「時代遅れ」になった財政投融资計画を「解体」し、資金運用部資金（および簡保資金）のほとんどを国債引受けに振り向け、以って国債消化難を解決するという提案をなされている<sup>8)</sup>。これらの議論に共通していることは、国債引受けについていえば、金融機関の引受け負担の軽減を目的とし、発行される国

債の消化を資金運用部資金によってカバーするという点のみが強調されているため、この時期の国債市場・国債管理政策の動向に対応して資金運用部資金がどのような具体的役割を演じているのかは問題にされず、また、短期運用についても、資金運用部資金のたんなる「受け身」的な運用を指摘するのみで、その運用を通じてこの時期の財政運営に如何に対応してきているのが看過されていることである。また国債引受けにせよ短期運用にせよ、資金運用部資金がそれらへの運用を飛躍的に伸ばしえた基盤が何であるかは問題にされてこなかった。しかしこれらの点が明らかにならない限り、財政危機下において財政運営上の重要な手段として浮上してきている資金運用部資金の財政投融资計画外運用の意義も問題点も明らかにならず、諸提案の正否を判断することができないのである。以下、七五年以降の資金運用部資金の国債市場における役割と問題点、短期運用の具体的形態(とくに対政府特別会計貸付と対日銀債券売買)、およびそれぞれにおける資金運用部資金の基盤について考察することにした。

- (1) 「一般会計の財政投融资化現象」については、宮本憲一「財政投融资の機構」鈴木武雄ほか編『金融財政講座』第三

巻、有斐閣、一九六二年、一一〇二頁、を参照されたい。保母武彦氏は、七〇年代の「一般会計の財政投融资化現象」について、一方で住宅、中小企業、農林漁業対策などで一層進んだが、他方で財政投融资対象機関への一般会計からの補給金等支出の増大や「住宅、生活環境、国土保全、災害復旧の分野、つまりナショナル・ミニマムを行政として本来強く要請されている分野で一般会計の比重が増大していること」から、「一般会計の財政投融资化が転換期にさしかかった」と述べられている(『財政投融资の検討』大阪市立大学『経営研究』第一五五号、一九七八年五月、九四〜九六頁)。ただし、「ナショナル・ミニマム」分野での一般会計の比重増についていえば、保母氏は財政投融资計画使途別分類に一般会計公共事業関係費等の諸経費を照応・比較されて結論されたものだが、七五年度以降の大量国債発行による一般会計予算の急膨脹及び公共事業関係への支出重点化と原資難から伸び悩んでいる財政投融资計画とを比較すれば、一般会計の比重が増大するのは当然のことである。確かに、「一般会計の財政投融资化」が転換期にさしかかっていることは事実だとしても、重要なのはそのような総量比較による分析でなく、その経済的分析でなければならない。

- (2) 横山信孝「連載・岐路に立つ資金運用部資金(第一回)」「金融財政事情」一九七七年一〇月一七号、三六〜三八頁。  
 (3) 福島量一・山口光秀・石川周共編『財政投融资』大蔵財務協会、一九七三年、一七頁。「資源配分機能を有する部分」とはいえ、実際には「何を財政計画にかかせるべきかは運用

の形態のみならず、政府の政策的意図等を判断して決定すべきこと」(同一五頁)とされている。

- (4) 資金運用部資金以外の財政投融资原資の財政投融资計画外運用には、(イ)産業投資特別会計(外貨償還のための国債整理基金特別会計への繰入れ、事務費等)、(ロ)簡保資金(金融債・社債などへの長期運用、契約者貸付、期間五年未満の短期運用)、(ハ)政府保障債・政府保障借入金(畜産振興事業団等六機関の短期借入金への政府保障、外債償に対する政府保障)、がある。

- (5) 福島量一ほか編、前掲書、一六九〜一七〇頁。

- (6) 横山信孝、前掲(第四〜八回)、『金融財政事情』一九七七年一月二日、二月二日、二月二二日、二月二九日、一九七八年二月二二日の各号。

- (7) 例えば、貝塚啓明「金融的側面からみた新予算案」『エコノミスト』一九七九年一月三〇日号、林健久「大量国債発行下の財政運営」同、一九七九年七月一日臨時増刊号、など。これらの議論に対し、資金運用部資金の有利運用あるいは郵便貯金などの自主分離運用要求という観点から原司郎氏が批判されている(「技術的見直し迫られる財政投融资計画」『週刊東洋経済』一九七九年一月二七日号、「経済転換過程での財政機構改革への視点」『金融財政事情』一九七九年四月三〇日号)。

- (8) 野口悠紀雄「財政投融资計画解体のすすめ」『エコノミスト』一九七九年二月一日号。財政投融资計画の徹底した「合理化」によって資金運用部資金の国債引受けを増大する

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について(梅原)

という見解は、野口氏以前にもなくはないが、都市銀行を中心主張されてきたものは、たんに余剰資金の運用について述べたものがほとんどで、財政投融资計画の「合理化」の徹底まで強調したものではない。

## 二 国債管理政策の手段としての資金運用部資金

### 1 大量国債発行下の国債市場と国債管理政策

一九七五年度補正予算における国債の大量発行を契機として、日本財政は異常なまでの「国債に抱かれた財政」に転換した。この間の国債発行高及び国債依存度の推移は第三表にみる如く、七七年度第二次補正予算でそれまでの「国債依存度三〇%の壁」を突破し、七九年度当初予算では国債依存度三九・六%となり、赤字国債発行高が建設国債発行高をはじめて上回る事態になっている。

(準)戦時期と終戦直後期を除き日本財政史上においてかつてない財政赤字の発生は、「高成長」期のような企業活動と国民所得の急激な拡大のもとでのみ機能を発揮しえた、いわゆる財政の「自然増収」メカニズムが七四/五年恐慌とその後の「長期不況」の中で作用しなくなったにもかかわらず、

第3表 一般会計国債の発行額と依存度の推移

(単位: 億円, %)

年度	発行額						依存度				
	総額			うち特例公債発行額			総額			特例公債	
	当初	補正後	実績	当初	補正後	実績	当初	補正後	実績	当初	補正後
1965	—	2,590	1,972	—	—	—	—	6.9	5.2	—	—
66	7,300	7,300	6,656	—	—	—	16.9	16.3	14.9	—	—
67	8,000	7,310	7,094	—	—	—	16.2	14.0	13.8	—	—
68	6,400	4,777	4,621	—	—	—	10.9	8.0	7.7	—	—
69	4,900	4,500	4,126	—	—	—	7.2	6.4	5.9	—	—
70	4,300	3,800	3,472	—	—	—	5.4	4.6	4.2	—	—
71	4,300	12,200	11,871	—	—	—	4.5	12.6	12.4	—	—
72	19,500	23,100	19,500	—	—	—	17.0	19.0	16.3	—	—
73	23,400	18,100	17,662	—	—	—	16.4	11.9	12.0	—	—
74	21,600	21,600	21,600	—	—	—	12.6	11.3	11.3	—	—
75	20,000	54,800	52,805	—	22,900	20,905	9.4	26.3	25.3	—	13.9
76	72,750	73,750	71,985	37,500	36,500	34,732	29.9	29.9	29.4	19.3	18.7
77	84,800	99,850	95,612	40,500	49,570	45,332	29.7	34.0	32.9	17.8	21.6
78	109,850	112,850	106,738	49,350	49,550	43,439	32.0	32.8	31.3	18.4	18.6
79	152,700	140,500	—	80,550	69,170	—	39.6	35.4	—	27.1	22.4

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』第324号, 1979年4月, 8頁の「表8」の組替え, その他から作成。

(注) 1. 公債発行額は公債発行による手取金額を示す。

2. 公債依存度は、公債発行予定額/一般会計当初予算, 補正後公債発行予定額/一般会計補正後予算, 公債発行実績/一般会計決算(歳出)である。

3. 特例公債依存度は、特例公債発行額/経常部門歳出額である。

4. 78年度の公債依存度は、5月分税収の年度所属区分の改定を行わない場合は当初36.9%、補正後37.6%、特別公債依存度は同じく当初24.0%、補正後24.2%となる。

そのような「高成長」型の税制を基本的に維持しつつ、他方で大規模公共事業を中心とした超大型景気刺激策(のちには本格的財政スパンディング政策)によって、「戦後最大の不況からの脱出」と新たな成長パターンの創出を企図した(しかしいまだ達成できないでいる)、この時期の経済財政運営の必然的帰結であった。

さて、このような大量の国債の継続的発行は、これまでの国債市場と国債管理政策に重大な構造変化を呼びおこさずにはおかない。

一九六五年度本格国債発行以降の国債市場と国債管理政策の特徴は、国債市場の金融市場からの隔離であった。すなわち、国債は、人為的低金利政策のもとで市場実勢とは切り離された低利回りで発行され、国債引受けシンジケート団を構成する金融機関に割当て消化された(種類も七三年以前は

七年物、以後は一〇年物利付国債のみ)。証券会社を除く金融機関は保有国債の市中売却を禁止され、建設国債についてはその保有額の一定割合を借換える強力な行政指導を受け、国債の流通市場への出廻りが抑制され、国債相場が強力で維持された。金融機関保有国債は発行後一年経過したのから、新金融調節方式にもつき、日本銀行が市場実勢とは無関係な管理価格で買いオペを行なった(国債買いオペ実施率は七四年度で八五・四%、金融機関向けのそれでは九九・九%に達している)<sup>(4)</sup>。このようにして、発行及び流通の両方面にわたって、国債市場は金融市場から隔離され、最終的には日銀信用によって支持されることになっていたのである。

このような昭和四〇年代の国債市場の基本的なあり方を不可避にしかつ可能にしてきたのは、「高成長」期の大規模・量産化のための民間設備投資の活発さと旺盛な資金需要であった。すなわち、それは、一方で国債の金融機関への割当て消化とその流動化阻止政策なしには低利での国債発行とその相場維持を不可能にし、他方で日銀の買いオペによる通貨の追加供給を民間資金需要の拡大に対応せしめ(いわゆる「成長通貨の供給」)、それによるインフレーションの強まりを量産

「合理化」によって吸収したからである。

しかしドル・ショックを契機にし石油ショックによって決定となった日本資本主義の「高成長」経済の破綻とその後の資本蓄積基盤の再構築のための「減量経営」の下で多様な形態の過剰蓄積が顕現し、民間設備投資も資金需要も停滞した。そのことが従来の国債市場のあり方と国債管理政策に重大な構造的転換を不可避にし、また可能にしたのである。すなわち、一方で歴大な社会的遊休資本が発生することによって大量の国債が流通市場で吸収されることが可能になり、他方でも従来のように市中公募額の大部分を日銀が買いオペしていったのでは大規模な財政インフレを招き、不況下で再編されてきた資本蓄積基盤を掘り崩しかねず、そのため国債の流動化を促進し流通市場を整備し市場実勢に一定の対応を示すことで、社会的に存在する遊休資金を国債市場に吸収することが不可避にされたのである。

昭和五〇年代の国債市場と国債管理政策の主要な特徴は次のようにまとめることができるであろう。<sup>(5)</sup>

第一に、国債市場の規模についていえば、大量国債の継続的発行によって国債市場は急膨脹し、いまや公社債市場の中

心を占めるに至ったことである。近年の公社債流通市場の拡大は著しいものである。公社債売買高は、七五年約五二兆円、七六年約六七兆円、七七年約一一七兆円、七八年約二〇三兆円と四年間に四倍もの伸び率を示している。国債売買高もこの間飛躍的に増大し、その全公社債売買高に占める割合は、七五年二・四%、七六年三・六%、七七年一・八%、七八年三〇・三%となっている。このことは、この間の公社債市場の拡大が国債市場の拡大に依ること、また利付金融債(七八年の売買高が全公社債売買高に占める割合は二七・六%)に代って国債が公社債市場の主役に座したことを示すものである。

七五年以降、なかならず七七年春以降の国債市場の急膨張は、設備投資の停滞と貿易収支の大幅黒字による企業と金融機関における貨幣資本の過多(過剰流動性)の発生を基盤とし、不況対策としての公定歩合の引下げ(七五年四月から七八年三月まで連続八回、幅五・八五%の引下げ)を契機とする超金融緩和状態が市中金利水準の大幅な下落に伴い、既発国債の市場価格を額面価格以上に上昇させ、国債を遊休資金の有利な運用対象にさせてきたことによるものである。しかし、そのためには次のような制度的、政策的枠組みの変化を前提とし

なければならなかった。

第二の特徴は国債流通市場の変化である。その一つはこれまでの国債流動化阻止政策に対して国債の流動化が促進されてきたことであって、具体的には、七七年四月の金融機関保有国債の市中売却の自由化(ただし発行後一年未満の国債を除く)、同年九月の建設国債借換制度の改定による建設国債流動化の促進(新しい借換方式については一〇年物建設国債の償還が開始される八二年二月を目途に検討とされた)がそれである。もう一つの変化は国債市場価格の弾力化が進められてきたことであって、取引所上場国債の価格形成に対する政府・日銀の介入の中断(七七年二月以降)、国債の店頭価格の弾力化(上場価格基準の変動範囲の拡大(七五年一〇月)や国債店頭配の発表(七八年二月)、日銀の国債オペレーション価格の弾力化(それまでの上場価格基準による買い上げから上場価格上下二%の範囲内での入札方式による買い上げ方式の開発へ、七八年一月)がそれである。このような従来の国債流動化阻止政策と国債価格管理政策からの大幅な修正(ただしこれらの政策が全面的に放棄されたとはいえないが)によって、国債流通市場を拡大し市場動向に対応させることで、社会的遊休資金の導入を円滑化し国債売買を活

発化してきたのである。

第三の特徴は国債発行市場についてである。発行市場においても変化は進んできた。まず国債種類の多様化が七七年一月の五年物割引国債の発行以来、中期利付国債三年物、二年物、四年物の発行と進められ、中短期資金の動員が進められてきた。また、金融機関以外の個人とくに企業の余裕資金の吸収を目的として、七八年六月から中期国債の公募入札方式が採用され、これで発行方式は長期国債のシンジケート団引受け方式と二本立になった。さらに国債発行条件の弾力化も進められ、応募者利回りでみれば、七四年一〇月の八・四一四％をピークに七五年八月から七八年四月まで連続七回、幅二・二三四％の引下げが行なわれ、七四年頃には国債と事業債の応募者利回りの格差が約一・二％であったのが、七七年夏以降〇・二％に縮小された。しかし、発行市場における問題の最大のポイントはこのような変化の進展にもかかわらず、国債発行条件が市場実勢に応じて弾力的に変更されるには至らず、基本的に国債割当て発行が維持されていることである。流通市場における流動化・価格弾力化の促進と発行市場における割当て消化・発行条件の硬直性という二重構造、あるいは

は流通利回りと応募者利回りの乖離という事態は、金融緩和下での国債市場価格の上昇と市中消化の活発さの中で国債発行・消化政策に破綻をもたらすものではなかったが、景気の一定の回復と国際的高金利化現象による金融緩和状態の収束に伴って、七八年八月以降、国債消化難、国債市場価格の下落となって矛盾を露呈しはじめるに至るのである。

昭和五〇年代の国債市場の第四の特徴は、まさにこの国債消化難、市場価格暴落という事態の発生である。もともと大量の国債を市場が受容できたのは、金融の超緩和下で市場利子率が急低下し国債が遊休資金の有利な運用対象として浮上しえたからであるが、七八年三月の公定歩合引下げを契機に利子率低下に底値圏が明らかになり、金利水準上昇への期待と景気回復に対応した企業での手許流動性の確保のために、国債よりもより流動性の高い短期市場（例えば条件付債券売買市場など）に資金が移動し、そのような時点で国債の大量発行が重なり合ったため、国債消化難が生じた。さらに、七九年度予算における前年度以上の大量の国債発行計画と七八年秋以降の物価上昇に対する日銀の金融引締め政策の開始がそれに拍車をかけることになった。七八年八月に上場最長期六

・六％国債が額面を割って以来、なかんずく七九年初頭以降の国債価格の下落は激しく、六・一％国債の推移をみれば、七九年三月には九一円五〇銭、四月には八七円台、六月には八五円台を記録した。こうした事態に対し、国債発行額減額や応募者利回りの引上げ（七九年三月、四月、八月にそれぞれ〇・四、〇・七、〇・五％）、日銀国債買いオペの機動的実施、長期国債シ団引受分減額・公募入札中期国債発行増・政府資金の大規模導入を柱とした「国債管理総合政策」（七九年五月七日）の実施、家計貯蓄資金導入のための国債投信・中期国債ファンドの設定、国債評価損の帳簿上の圧縮のための七九年九月期決算における統一経理基準の改訂・八〇年三同期決算における原価法、低価法の選択制の導入などの対策が講じられたが、今日に至るまで事態の基本的な解決に至っていない。

(1) 鈴木武雄『日本公債論』金融財政事情研究会、一九七六年、第二部第二章。

(2) 「公債依存度三〇％の壁」をたんに大蔵省の「財政エゴ」ということで済ますわけにはいかないのは、次の大蔵省高官の発言にみるように、その背後には経済構造全体の危機認識が存在するからである。佐上武弘氏は次のように言っている、「ケインズの計量経済に親しんだ学者には、大蔵省が三割などということにこだわるのはナンセンスだ」という意見が

ある。そして現在、『有効需要ギャップ』がだいたい一七～一八兆円あるのに二兆円程度では「二階から目撃」ではないかという。しかし、『有効需要ギャップ』とはいったい何か。高度成長期に見合うような生産規模をフル回転させるという仮定のもとでは、あるいはそういう有効需要ギャップがあるかもしれない。しかし、石油ショック後の産業構造の転換という課題のなかで、高度成長時代の産業構造を前提としたギャップを全部財政金融政策で埋めたら大インフレになってしまうだろう。われわれはそういう事態をふまえて新しい措置をとらなければならないのだ」（総合経済対策の背景と財政の立場）『金融財政事情』一九七七年九月一九日号、二二～二三頁）。しかし、急激な円高の進行と欧米諸国からの内需拡大要求の下で、「二三〇兆の壁」は簡単に突破された。七七年度はその年度の税収入が七四年度水準をようやく突破した時であった。そういう意味からすれば、七五年度補正予算にはじまる二〇兆台の国債発行が多分に不況にともなう歳入補填の性格をもっていたのに対し、七七年度第二次補正予算にはじまる三〇兆台の国債発行はそれとは異質な（大規模公共事業を中心とする財政スポンディングによる恒常的な内需振興という）性格のものであるといえる。この佐上発言は、そういう意味での財政破綻の本格的な深まりを裏づけるものとなっている。

(3) 昭和四〇年代の国債市場と国債管理政策については、中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社、一九七七年、を参照。

(4) ここで国債買いオペ実施率というのは前年度までの国債市中公募額累計に対する買いオペ実施額の比率である、加藤隼人「わが国公社債市場の現状と問題点」『証券経済学会年報』第二一号、二六〇頁、中島将隆、前掲書、一七一頁、参照。

(5) 昭和五〇年代の国債市場と国債管理政策の特徴についての以下の論述にあたっては、中島将隆「国債発行と証券市場」川合一郎編著『日本の証券市場』東洋経済新報社、一九七九年所収、および北村恭二編著『国債』金融財政事情研究会、一九七九年、を参照。

## 2 国債管理政策の手段としての資金運用部資金

資金運用部資金による新規発行長期国債の保有は、六五年度の本格国債発行以来のことである(第四表)。昭和四〇年代における資金運用部資金による新規国債保有の役割は、一つには、任意性(郵便貯金など)であれ強制(年金ファンド)であれ、個人の貯蓄性資金を預託金の大宗とする資金運用部資金によって国債の個人消化を間接的に代行し、国債流動化阻止政策の下での金融機関引受けを減らし、様々な国債個人消化促進策にもかかわらず低位なままの個人消化(保有率は全体の一割未満)を補完することであった。また、二つには、新規発行国債の引受け及び日銀が買いオペした国債の一部を買い取ることによって、結果的に通貨の追加供給を抑制しインフ

レの強まりを緩和することであった(ただし、保有金融債の日銀売却等で得た資金によって国債を引受ける場合はたんにポート・フォリオの変更が行なわれるだけでマネー・サプライの抑制にはならない)。第四表にみるように、この時期の資金運用部資金による国債保有残高の全保有残高に占める割合は、金融情勢の影響を受けた年々の変動があるとはいえ、一般的にかなり大きな割合を占めてきたのである。資金運用部資金はこのような形で昭和四〇年代の統制的国債管理政策を補完してきたのである。

では、前述したような昭和五〇年代の国債市場と国債管理政策の構造的変化に対し、資金運用部資金は、如何なる役割を担ってきたのであろうか。もちろん個人の貯蓄性資金であるという性格から、昭和四〇年代について述べた二つの機能が継承されているのはいうまでもないことだが、問題はそうした機能が変化した事態の下でどのような役割を果しているかである。資金運用部資金は七四年度から、新規国債引受けに要する資金を預託金増加見込額の一部から割当てる配分方式に変更された(第五表)。つまり年度当初から国債保有が大きな割合をもって計画されるようになったのである。また、

第4表 資金運用部による新規国債の保有状況  
(単位：億円，%)

年度	国債新規発行額 (A)	資金運用部引受額 (B)	(B)/(A)	新規発行国債残高 (C)	資金運用部保有残高 (D)	(D)/(C)
1965	2,000	900	45.0	2,000	900	45.0
66	6,750	—	—	8,750	1,300	14.9
67	7,200	1,000	13.9	15,950	4,948	31.0
68	4,710	250	5.3	20,544	3,820	18.6
69	4,206	306	7.3	24,634	4,456	18.1
70	3,557	307	8.6	28,112	10,663	37.9
71	12,098	2,733	22.6	39,521	21,957	55.6
72	19,674	2,524	12.8	58,186	11,555	19.9
73	18,000	3,000	16.7	75,504	35,865	47.5
74	22,001	4,277	19.4	96,584	41,219	42.7
75	53,627	8,527	15.9	149,731	29,461	19.7
76	71,480	10,266	14.0	220,767	37,019	16.8
77	98,663	10,055	10.2	319,024	49,524	15.5
78	107,921	—	—	426,158	43,100	10.1

(出所) 大蔵省理財局編「国債統計年報」各年度版より作成。

(注) 1. 発行額、残高は額面ベース。

2. 残高は年度末計数。

3. 77年度発行額には76年度分特別債1,700億円を含む。

七八年一月からは日銀を媒介として国債流通市場に参加するようになった。こうして資金運用部資金は国債の発行と流通の両面に一定の影響をもつようになったのである。このような国債市場との関わり合いの中で資金運用部資金が果たし

まで七六、七七年度に一兆円も行なってきた新規国債の引受けが取りやめられた。しかし、七八年夏以降深刻化しはじめた国債価格の下落・国債消化難に対して、七八年九月には三〇六三億円の市中保有国債を買いオペし、七九年度財政投融

てきた役割は以下のように整理することができる。その第一の役割は、新規国債引受けの増減と既発国債の売買を通じて、国債市場の需給変動に対応して国債消化と国債市場価格の安定化に努めてきたことである。

資金運用部は七八年一月、三月、四月に保有国債の一部を市中売却した(第六表)。これは年度末から出納整理期間にかけての財政投融资原資の資金調達を目的とするものであったが、同時に、「当時償還期限の短い国債はほとんどオペにより日銀に吸収され、市中の残高はわずかであったが、資金運用部の国債の放出は、市中で中期国債を発行したことと同一の効果をもち、市場に流入してくる短中期の資金のニーズに合致することになった」と評価されているように、これは当時の債券需要に対応するものであった。その背景には七七年春以降の国債売買の活発さがある。これを受けて、七八年度には、それ

第5表 財政投融資原資と資金運用部国債引受けの推移——実績ベース——

(単位：億円、%)

年度	財政投融資原資				財政投融資計画	資金運用部 国債引受け (b)	(b)/(a)
	合計 (a)	産投会計 資金運用部 資金	簡保資金	政保債・ 借入金			
1973	74,134 (26.1)	802	7,548	4,300	74,134 (26.1)	— (—)	—
74	94,578 (27.6)	669	80,118	3,998	90,378 (21.9)	4,200 (皆増)	4.4
75	114,010 (20.5)	655	98,575	10,141	105,610 (16.9)	8,400 (100.0)	7.4
76	123,004 (7.9)	705	102,620	11,636	112,179 (6.2)	10,825 (28.9)	8.8
77	144,142 (17.2)	571	119,682	13,529	134,142 (19.6)	10,000 (△7.6)	6.9
78	140,439 (△2.6)	297	111,769	14,641	140,439 (4.7)	— (—)	—
79	133,327 (—)	291	151,667	15,590	168,327 (—)	15,000 (皆増)	8.2

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』第267, 279, 291, 303, 315, 327各号より作成。

(注) 1. 78年度は実績見込み、79年度は当初計画。

2. ( ) 内は対前年度伸び率。

第6表 資金運用部の国債  
市場参加  
(単位：億円)

年月	買		売	
	買	売	買	売
1978年 1月			2,998	
3			2,082	
4			3,000	
9		3,063		
1979年 3月		3,325		
6		7,000		

資計画では資金運用部国債引受けが復活され(一兆五〇〇億円を予定)ながら七九年二月以降の国債市況の一段の悪化に対して、三月に三二二五億円、六月に「総合的国債管理政策」にもとづく七〇〇億円の市中保有国債の買いオペが行なわれた。このように、国債市場が活発なときには保有国債の売却と新規国債引受けの減額を、市場が悪化してくると市中からの買い上げと引受け額の増額を行なうことによって、国債市場の安定化が試みられたのである。しかもその時々々の需給の性格(中期債ニーズあるいは長期債消化難というような)に対応して行なわれていることにも注意すべきである。日銀によるオペでなく、資金運用部資金が市場安定化の手段として最大限に用いられ

財政危機下における資金運用部資金の財政投融資計画外運用について(梅原) 七五(七五)

ていることが最近の特徴をなしているのである。

資金運用部資金の第二の役割は、国債オペレーションにおける公募入札方式と価格弾力化政策を先取り的に実施してきたことである。

七八年一月二七日、資金運用部ははじめて国債流通市場に参加し、保有国債三〇〇億円を日銀を介した売りオペによって市中売却した。このときの売りオペの特徴は、政府機関としてはじめて債券オペに公募入札方式を採り入れたことであり、入札方式も、(イ)入札価格は東京証券取引所上場価格を下限に二%の範囲内で一〇銭刻みで上乘せする方法で、(ロ)いわゆる「ダッチ方式」(入札によって募入決定されたものうち最低価格あるいは最高の利回りに対応する価格で統一的にすべての募入決定分の価格を決定する方式)で、つまりオペ価格を弾力化するように行なわれたことである。この入札方式は、同年四月一七日の売りオペの際には、(イ)入札価格は取引所上場価格の上下二%の範囲内、(ロ)いわゆる「コンベンショナル方式」(落札者がそれぞれ提示した応募価格あるいは申入利回りに対応した価格で当該国債の代表払込みを行なう方式)で行なわれるようになった。

これらに先立つ七八年一月六日、日銀は、それまでの固定価格による割当方式での債券オペから、相手方の希望にもとづくオペ価格・相手先別に売買量を決定する方式(実質的な入札方式)による債券オペに移行する方針を決定した。これはオペ価格を弾力化し入札方式を採用することで、国債流動化と市場価格の弾力化を促進することを目的とするものであったが、その背景には、従来のオペ価格である上場価格では活発化する市場での実勢価格に対して売手有利といえなくなってきたことや、金融機関保有国債の市中売却が進むなかで国債引受けシェアと保有高シェアが比例しなくなり、引受けシェア・ベースでのオペ配分方式が金融機関間の利害を拡大するように変化してきたことなどの事情がある。しかし日銀の決定では債券オペの具体的な方法は検討課題とされていた。<sup>(3)</sup>

資金運用部資金による入札方式やそこの価格弾力化は、検討課題とされていた日銀の新しい国債オペ方式を先取り的に実施したものにほかならない。日銀の新方式によるオペは六月に実施され、方針決定からその実現までのあいだ、資金運用部資金を用いて二つの価格決定方式と入札方式が実験されてきたのである。ちなみに、日銀は六月、八月のオペでは

ダッチ方式を、一二月の二回にわたるオペではコンベンショナル方式を用いたのである。こうした既発国債のオペレーションにおける公募入札方式の採用・実施と並んで、同年六月には三年物中期利付国債の公募入札がはじめて実施されるのである。

資金運用部資金の第三の役割は国債種類の多様化である。ここでは七八年一〇月、七八年度補正予算における三〇〇〇億円の国債増発を二年物利付国債で資金運用部が引受けたことをあげておこう。二年債は二年物定期預金との競合から市中流通が拒否され、それを資金運用部で引き取ることになったのである。

資金運用部資金の国債市場での役割の第四は、国債価格の下落に伴う金融機関におけるキャピタル・ロス(売却損・評価損)の発生を積極的に救済してきたことである。これは七九年六月の市中からの七〇〇〇億円の国債買い取りの中に典型的に現われている。

この買いオペは次のような特徴をもっていた。<sup>4)</sup>一つは、買入れ対象国債が七八年一〇〜一二月に発行された「二三回債」で、発行後一年を経過していない市中売却禁止中の国債を上

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について(梅原)

七七一(七七)

場段階で政府機関が買い上げたこと、二つには買入価格がそれまでの公募入札方式での市場価格を基準にした弾力価格ではなく、残存期間をもとに計算された理論価格であること、これによって、市場価格(当時八七円台)で買上げれば金融機関に巨額の売却損が出るのを、発行価格(九九円五〇銭)に二、三銭上乘せした価格で買上げることによって約九〇〇億円の売却損を軽減することになったこと、三つには一年後売戻し条件付きのスワップ方式が採られながら売戻し条件の内容は明示されていないこと、四つ目は買入れ対象機関を都銀・地銀・長信銀・信託銀行・信用金庫に限定し生損保会社・証券会社が除外される差別的政策が行なわれたこと、である。

七九年七月に上場が予定された「二三回債」(一兆九〇〇億円)の四割近くを買い取ること六・一%国債の暴落に歯止めをかけたつ、積極的な売却損・評価損対策つまり「銀行決算対策」に用いられているのが、最近の特徴をなしている。このように、資金運用部資金は、新規発行長期国債の一定部分を引受けることで金融機関負担を軽減し、また日銀が買いオペした国債の買取りによって通貨供給を抑制するという、

昭和四〇年代からの機能を継承しつつ、昭和五〇年代の国債市場の構造的変化に積極的に対応して、国債市場の安定化、国債オペにおける公募入札方式の実施と価格弾力化、国債種類の多様化、そして国債売却損・評価損の肩代わりなど、国債と結びつく様々な側面で国債管理政策の手段として機能してきたのである。

- (1) 北村恭二編著、前掲書、二六五頁。
- (2) ダッチ方式(統一価格入札方式)とコンベンショナル方式(普通入札方式)については、同右、六七〜六九頁、参照。
- (3) 田村達也「日銀債券オペの価格弾力化について」『公社債月報』一九七八年二月。
- (4) 『日本経済新聞』一九七九年六月一日付、中島将隆「国債市況対策の効果と限界」『経済セミナー』一九七九年九月号、一七〜一八頁。

### 3 国債市場への資金運用部資金導入の条件と問題点

ところで、このような資金運用部資金による長期国債の大量引受けや市場売買を、資金運用部資金が受容しえた条件は何であったのだろうか。結論からいえばそれは資金運用部資金に相対的に過剰な資金が形成されてきたということである

う。七四年度以降の財政投融资原資の配分方式は財政投融资計画に必要な資金量を決め、残りを国債引受けにあてるといふものである。七四、七五年度計画は七三年秋の石油ショックを契機とする悪性インフレを鎮静化する目的で総需要抑制策がとられた(それぞれ対前年度計画比一四・四、一七・五増)。そうした抑制策の中で国債引受けが可能になったのである。

また、その後の不況の進展と「減量経営」の展開は国家資金需要を低下せしめ、加えて超金融緩和状態は金利面での政府金融の有利さを減退させた。また、日本住宅公団のような事業部門でも事業の行詰りをみせている。さらに、七七年秋からの円高によるプラント輸出の不振が輸出金融を停滞させ、日本輸出入銀行に多額の運用残資金を発生させた。このように、融資部門を中心に財政投融资計画に一定の余剰資金が形成され、それが大量の国債引受けを可能にしたのである。そして次章で述べるように、年度中に発生する余裕金の巨大化が年度途中における国債の買い取りを可能にできたのである。このようにみれば、資金運用部資金による長期国債の引受け・売買は、ある意味ではこの時期の財政投融资原資の有効な運用方法だともいえるだろう。しかしこれは事態の

一方で、財政投融资原資の伸びやとくに経済運営上要求される財政投融资資金の需要の強さなどとの関係でみなければならぬ。七八年度計画のように、一方で原資難(当初計画で対前年度伸び率一・〇%)があり、他方で本格的財政スペンディング政策から事業部門を重点に全体の伸び率が高められる(同じく伸び率一八・七%)場合には国債引受けは取りやめられることになるのである(国債市場の活況がそれを受容しえた)。このような財政投融资計画における相対的に余剰な資金の形成は、財政運営の面からいえば、一般会計の国債発行によって、高成長期のような公共投資の財政投融资による肩代りという事態が緩和されてきたということでもある。

さて、第2節でみてきたような資金運用部資金の大規模で多面的な国債市場との関わりは、どのような問題点をもっているだろうか。

まず第一に指摘しなければならないことは、資金運用部資金の国債管理政策の手段としての限界性である。資金運用部資金を用いて国債市場の安定化を図ることはそれなりの効果があるとしても、それが国債市場の矛盾を解消しえないことはいうまでもない。資金運用部資金が価格支持機能をはた

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について(梅原)

七九(七九)

したり評価損対策を行ったりしても、それが国債価格の下落の基本原因を除けないことは明らかであるし(七九年三月の資金運用部による国債買いオペでは落札価格の低さが国債価格の下落に拍車をかけることにもなった)、国債発行の大量性に対して量的にもはじめから限界性をもつものである。このように、クラウディング・アウトの回避や国債市場の安定化対策として公的資金(国債整理基金を含めて)の導入に限界があるとすれば、結局は日銀信用に依存するしかない。しかし、日銀信用の追加供与は大規模な財政インフレを招かざるをえず、この財政インフレは大企業の労働生産性の上昇と直接結びつかないことから、消費者物価の上昇→賃上げ圧力に対して大企業が独占利潤を確保しようとすれば、賃上げ抑制、「合理化」投資・労働強化による労働生産性の増大(「減量経営」の徹底・強化)そして製品価格引上げ・下請単価引下げなどによるしかなく、それがスタグフレーションとなって日本経済の「構造的危機」を深めざるをえなくするのである。しかしそうした矛盾の全機構的展開以前に、資金運用部資金による国債保有にはそれ自体以下のような問題点が存在するのである。

第二の問題点は、本来それが財政投融资原資であるところ

から生ずる問題である。その一つは財政投融资原資の圧迫に繋がるということである。先述したように、これは財政投融资原資の伸びや財政投融资への資金需要との相対関係でいなければならないことである。しかし、一般的にいえば資金運用部資金による国債引受けはそれだけ財政投融资原資を削減せざるをえず、とくに景気刺激策から財政投融资計画事業部門の拡大が要求されるときは、資金の不足部分は「能動的な資金調達能力」をもつ政府保障債の増発によって補填せざるをえなくする。しかし、資金運用部資金や簡保資金よりも金利の高い政府保障債への依存を強めることは、一方で国債・地方債等との競合を、他方で発行機関の資金コストを引き上げて経営悪化を招き、後者は一般会計からの補給金等の増加と公共料金の引き上げを呼びおこすことになるのである。

またもう一点は資金本来の機能を減殺するということである。資金運用部資金は財政投融资原資として、「金融的に調達された財政資金による実物資本形成を目的とした金融的投資」と規定された性格をもっていた。この実物資本形成を政府特別会計や公社・公団・事業団等を通じて行なうことで、一般会計が担っていた事業を財政投融资に移転し「高成長」

型財政経済運営を支えてきたのである。しかし資金運用部資金による国債引受けは、その引受ける国債が赤字特別債の場合には実物資本の形成もなく、たんに一般会計経常財源になるだけである（いわば「財政投融资の一般会計化現象」）。こうして資金運用部資金の「資源配分機能」は減殺され、しかも資金の元利償還も事業収益や資金の回収でなく租税収入の中からなされることになり、資金運用部資金は性格的にも機能的にも大きく転換させられることになるのである。

問題点の第三は、財政インフレの危険性を拡大することである。資金運用部資金は個人の貯蓄性資金を基礎にしていることから、それによる国債保有は市中消化と同一機能をもち、インフレーションの心配はないかみえる。しかし、一つにはそれが政府資金であつて金融市場の制約を受けないところから国債消化が困難になればなるほど、資金運用部引受けが増やされ、財政の国債依存体質を助長することになるのである。また二つには、新たな国債引受けのためや財政投融资原資調達のために資金運用部保有債券を日銀に売却すれば、結局通貨が追加供給されてインフレーションを引きおこすことになる。例えば、七五年度補正予算で国債を引受けるとき

(同時に交付税特別会計への貸付が重なった)、保有国債を日銀に売却して資金調達した。その結果、資金運用部対日銀収支は資金運用部の約一兆二六〇〇億円の散超となり、通貨増発の一因を形成することになったのである。<sup>(6)</sup> 財政投融资原資難と国債引受け増が今後も続くと思されるなかで、このような形での財政インフレの危険性が拡大してくるのである。

第四の問題点は、資金運用部資金の有利運用という面からみた場合の国債評価損の肩代り負担の問題である。七九年六月の七〇〇〇億円の市中からの国債買入れは、一つには一年後売戻し条件つきとはいえ、資金運用部貸出金利(当時六・六五%)より低い六・二%国債をほぼ発行価格通りで買ったという点で、しかもそれまでオペ価格の弾力化を進め市場価格基準で買ってきたものを一転して固定価格方式に切り替えて買上げたという点で、二重の意味で資金運用部資金に負担を与えることになった。これは資金運用部資金法第一条に規定される「確実且つ有利」な運用原則からの明らかな逸脱である。「銀行の決算対策」としての国債評価損の肩代わり負担はこのように資金運用部資金の有利運用を犠牲にして行なわれているのである。

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について(梅原)

八一(八一)

資金運用部資金は七五年度以降の国債市場で極めて様々な役割を果してきた。それは一面では国債管理政策から要求されたものであるが、同時に資金運用部資金にもそれを受容しうる条件が形成されていた。こうして資金運用部資金による国債引受け・売買が進められてきたのであるが、同時にそれは国債管理政策の手段としても限界をもつものであり、また上述してきたような多くの問題点をもつものであった。資金運用部資金による国債引受けが今後ますます要請されているとき、以上述べてきた問題点や条件が今後どのように推移していくか、注意しなければならない。

- (1) 青山四郎「戦後日本資本主義の転換点と資本蓄積の構造」『経済』一九七九年二月号、四二、四四頁。
- (2) 石川周・行天豊雄編著『財政投融资』金融財政事情研究会、一九七七年、八頁。
- (3) 同右、二四六頁。
- (4) 佐藤進「財政投融资」島恭彦・林栄夫編『財政学講座』第三卷、有斐閣、一九六四年、一六三～一六四頁。
- (5) 武藤剛一「財政危機下の国家資金の循環構造」『経済』一九七九年四月号、七三～七四頁。
- (6) 横山信孝、前掲(第八回)、『金融財政事情』一九七八年二月一三日号、三三～三五頁。

三 財政危機下における資金運用部資金の短期運用

1 資金運用部資金の短期運用の基盤と運用形態

資金運用部資金の短期運用は、年度中に発生する余裕金と短期の預託金を基盤にして行なわれる。第二表でみたような七五年度以降の短期運用の急増はこれら余裕金と短期預託金の増大、とくに余裕金の急膨脹に支えられて行なわれてきたものである。

資金運用部資金の余裕金は、基本的には、資金運用部への資金の預託と長期運用予定額の実際の執行とのあいだの時間的なズレによって生ずるが、そのほか当初計画での預託金見込額以上に実際の預託があった場合などにも発生する。これらの資金は、実際に運用されるまでは運用計画追加改訂が決定されそれにもとづいて運用されるまで待機していなければならず、他方預託されている以上は預託金利が支払われなければならないため、短期の運用が余儀なくされるのである。

七五年度以降で注目されるのは、第一に、財政投融资対象

機関における資金の消化率の悪化によって、年度内に膨大な余裕金が累積されてきたことである。

第七表は資金運用部資金の長期運用計画の実績状況を表わしたものであるが、資金の年度内消化率は七五年度八

第7表 資金運用部資金長期運用計画の実績状況

(単位：億円，%)

年度	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
年度計画総資金額(a)	57,453	73,855	88,821	103,413	106,494	128,967	147,540
改訂計画額	50,258	62,700	76,601	91,263	93,022	114,276	125,740
当初計画額	42,445	56,239	64,543	77,906	86,219	101,638	120,284
追加等増額	7,813	6,461	12,058	13,357	6,803	12,638	5,456
前年度繰越額	7,195	11,155	12,220	12,150	13,472	14,691	21,800
年度内運用実績額(b)	43,593	60,415	76,151	89,110	90,783	102,416	106,748
年度内未消化額	13,860	13,440	12,670	14,303	15,711	26,551	40,792
翌年度繰越額	11,155	12,220	12,149	13,493	14,691	21,800	26,412
不用額	2,705	1,220	521	810	1,020	4,751	14,380
年度内消化率 (b)/(a)	75.9	81.8	85.7	86.2	85.2	79.4	72.4

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』第256, 267, 291, 303, 315, 327各号より作成。

(注) 1978年度は実績見込みである。

五・七％をピークに大きく低下し、七八年度には約七割しか消化できていない。翌年度繰越額（大半は地方公共団体への貸付を中心に四・五月に運用される）も一貫して増大し（七八年度は七五年度の二倍）、とくに不用額が日本住宅公団や日本輸出入銀行をはじめとする政府系金融機関を中心に急増し、七八年度には年度計画総資金量の約一割を占めている<sup>(1)</sup>。もともと資金運用部資金の消化は年度当初から九月までは低調で、その後は各機関の資金運用部への返済の集中する九月、三月と年末の一二月に大きく進捗し、とくに三月をピークとして年度末までに全体の八〇％が運用される<sup>(2)</sup>。このように年度中に一貫して多額の余裕金が形成されるのだが、七五年度以降の年度内消化率の悪化と未消化額の膨脹はそれだけ余裕金を累積してきたわけである。

余裕金急増の第二の原因は、郵便貯金と厚生年金が当初計画を上回る実績をあげてきたことである（第八表）。いわゆる「自然増収」と呼ばれる部分であるが、これは郵便貯金のよりに、もともと当初見込額を低く見積るることによって年度内追加財源を確保するという操作が意図的に行なわれてきたことによるものである。しかし七八年度にみるように、超景気

刺激型予算の編成上、実績以上の底上げの見積りが行なわれる場合には（大蔵原案から政府案への「大盤振舞い」的復活折衝での財源操作が七八年度には資金運用部資金の「その他」項目つまり回収金等の大規模な底上げ計上によってなされた）、逆に「自然減収」を発生させることになるのである。この「自然増収」部分もその運用が計画追加改訂で決定され実際に運用されるまで余裕金を形成する。

つぎに、短期預託金は各特別会計余裕金（国債整理基金特別会計で国債を保有する場合を除く）の一次的な（といっても一カ月以上の）預託金からなるが、この中では年金・保険勘定をもつ特別会計からのもものが多く、とくにこの間着実に伸展している簡保の余裕金が多い。資金運用部預託金期間別残高構成（第九表）をみると、五年未満のものは全体の五％前後、さらに一年未満のものでは全体の二％強を占めている（この構成比は六五年度以降ほとんど変化していない）。ただし、例えば簡保余裕金のように、年度末決算で余裕金のかかりの部分が積立金に繰替えられるので（七六年度初頭約七〇〇億円だった余裕金は年度末までに約一兆三〇〇億円に累積したが、年度末決算で約五〇〇億円が積立金に編入された）、年度末計数でみるよりも

と実績との差額

(単位：億円)

厚生年金			国民年金			その他		
当初	実績	差	当初	実績	差	当初	実績	差
7,731	8,557	826	1,496	1,686	190	4,913	3,470	△ 1,443
9,466	10,065	599	1,949	1,957	8	6,419	6,556	137
12,106	12,087	△ 19	2,123	2,037	△ 86	11,216	7,210	4,006
14,480	13,640	△ 840	2,600	2,306	△ 294	16,159	14,821	△ 1,338
15,900	18,345	2,445	2,400	1,724	△ 676	19,943	20,942	961
20,000	21,352	1,352	1,000	0	△ 1,000	20,606	26,722	6,116
24,900	24,203	△ 697	0	—	△ 0	20,319	20,136	△ 183
28,000	29,580	1,580	—	—	—	21,638	18,343	△ 3,295
26,500	29,919	3,419	—	—	—	26,784	9,249	△ 17,535

315, 327各号より作成。

年度中の短期預託金の比重は実際にはもう少し高くなるだろう。この短期預託金も短期に運用するしかないものである。この短期預託金が七五年度以降も着実に増加しているのがある。

資金運用部資金の短

第9表 資金運用部預託金の期間別残高の内訳  
(単位：億円，%)

預託期間	1972年度末		1976年度末	
	預託残高	構成比	預託残高	構成比
7年以上	215,229	94.6	493,354	95.2
5年以上7年未満	47	0.0	69	0.0
3年〃5年〃	2,603	1.1	3,216	0.6
1年〃3年〃	4,696	2.1	8,414	1.6
3カ月〃1年〃	2,406	1.1	13,153	2.6
1カ月〃3カ月〃	2,517	1.1		
合計	227,498	100.0	518,206	100.0

(出所) 福島量一ほか編, 前掲書, 143頁, 石川周・行天豊雄編著, 前掲書, 48頁より作成。

と一年以内売戻し条件付での長期国債の対日銀売買、(イ)特別会計(主に厚生保険特別会計健康勘定・日雇健康勘定・児童手当勘定、交付税及び譲与税配付金特別会計)への短期貸付。

第二は政府関係機関に対するもので、(イ)政府保障債の対日銀売買(ただし七五年度以降はない)、(ロ)日本専売公社への短期貸付。

期運用は、これらの短期性資金を基盤にして、対象機関別にみれば次のような形態で行なわれている。

第一は、国つまり一般会計・特別会計に対するもので、(イ)一般会計への貸付、(ロ)政府短期証券

第8表 資金運用部資金の当初計画

年 度	総 額			郵 便 貯 金		
	当 初	実 績	差	当 初	実 績	差
1970	25,440	27,914	2,474	11,300	14,201	2,901
71	31,334	37,480	6,146	13,500	18,902	5,402
72	42,445	47,297	4,852	17,000	25,963	8,963
73	56,239	61,484	5,245	23,000	30,717	7,717
74	68,743	80,118	11,375	30,500	39,145	8,645
75	82,106	98,575	16,469	40,500	50,501	10,001
76	96,219	102,620	6,401	51,000	58,281	7,281
77	111,638	119,682	8,044	62,000	71,759	9,759
78	120,284	111,769	△ 8,515	67,000	72,601	5,601

(出所) 大蔵省「財政金融統計月報」第234, 245, 256, 267, 279, 291, 303,  
 (注) 1. 73年度計画より様式が変更された。72年度は新様式に組替えたもの。  
 2. 78年度は実績見込み。

(たとえば農林中金の米の自主流通制度の運用の円滑化など) に対する期間三年程度の運転資金供給のためのそれら金融機関の発行する金融債の買い取り、(ハ)年末中小企業金融補助のための商工組合中央金庫割引債等の売戻し条件付での買い入れ。

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について(梅原)

八五(八五)

第三は特殊会社等に對するもので、(イ)金融債の対日銀売買(ただし七〇年度以降はない)、(ロ)長期信用銀行三行や農林中央金庫などが行なう政府の政策目的に沿った事業

第四は地方公共団体に對するもので、(イ)地方公共団体の歳計現金の一時的不足の補填のための短期貸付(一般財政調整資金、災害応急資金、準用団体特別融資、年末超短期資金)、(ロ)地方公共団体の事業資金調達円滑化のための地方銀行からの日銀を媒介した緑故地方債(償還または売戻し期間五年未満のもの)の買い取りである。

横山信孝氏は、以上の短期運用の諸形態を対日銀債券売買とそれ以外のものとに分け、前者は「預託金の支払準備あるいは長期運用への待機原資としての性格をもつもの」であるのに対し、後者は内容的に「なんらかの行政的あるいは政策的な資源配分機能をもっている」と述べられている。以下、七五年度以降の短期運用でとくに急増している対政府特別会計短期貸付と対日銀債券売買をとりあげ、この両者について横山氏の評価が正当か否か検討することにしよう。

(1) 繰越し、不用額の問題については和田八束氏が簡単な指摘を行なっている(「財政投融资の実体と構造」柴田徳衛ほか編『現代財政論の再検討』有斐閣、一九七八年、一八二―一八七頁)。

(2) 福島量一ほか編、前掲書、二二頁。

(3) 横山信孝、前掲(第五回)、『金融財政事情』一九七七年一

一月二八日号、四四頁。

(4) これは一九六六年「沖繩地域における産業の振興開発等のための琉球政府に対する資金の貸付けに関する特別措置法」による琉球政府に対する資金運用部資金の貸付を、沖繩施政権返還に伴い、七五年五月に一般会計に継承したものである。

(5) 福島量一ほか編、前掲書、一五八〜一七一頁、及び横山信孝、前掲、四二〜四三頁。

(6) 横山信孝、同右、四三頁。

## 2 対政府特別会計短期貸付

第一〇表は最近の資金運用部資金による政府特別会計貸付の状況を表わしたものである。<sup>(1)</sup>年度内一時借入金は七五年度に前年度六兆一九九億円から一二兆六九九二億円へと二倍以上に伸び、さらに七六年度には二五兆八五二億円、七七年度には三九兆九四六二億円と激増している。また、年度越し短期貸付も七四年度七六九五億円から七五年度二兆一九四五億円、七六年度三兆七五一六億円、七七年度四兆八〇九一億円へと著増している（長期貸付も増大しているがここでは触れない）。

このなかで、交付税及び譲与税配付金特別会計への貸付が群を抜いて大きいほか、厚生保険特別会計、郵便事業特別会

計、郵便貯金特別会計への貸付が増えている。

特別会計に支払資金の不足が生じたとき、一般には、無利子の国庫余裕金の繰替使用で補填されるが、それができないとき、短期証券を発行できる特別会計はそれで資金調達し、それができない特別会計は通常の短期借入れをするしかなく、その場合資金運用部資金を利用するのが普通である。とくに、国庫余裕金の繰替使用は年度越しができないため、年度越しの短期借入れは資金運用部資金を利用する例が多い。<sup>(2)</sup>ところで、七五年度以降急増する資金運用部資金の政府特別会計短期貸付は、同じ短期貸付でもそのような「二時的な資金繰り」<sup>(横山氏)</sup>という性格のものではない。

交付税特別会計への短期貸付は七五年度補正予算以降飛躍的に増大する。これは、国税三税（所得税・法人税・酒税）の三二%を原資とする地方交付税が、七四／五年恐慌の結果、七五年度途中で国税収入の減額修正を余儀なくされ、そのため約一兆二〇〇億円の財源不足を生じ、これを交付税特別会計に資金運用部資金を借入れて措置したことによるものである。そして以後も資金運用部資金からの借入れは継続・増大され、交付税総額のかんりの部分をまかなうことになった

第10表 資金運用部資金の対政府特別会計貸付の推移

(単位：億円)

年度 短期別 特別 会計名	1974年度			1975年度			1976年度			1977年度		
	短期 貸付	長期 貸付	長期 貸付	短期 貸付	長期 貸付	長期 貸付	短期 貸付	長期 貸付	長期 貸付	短期 貸付	長期 貸付	
	年度内一時借入金	年度越し貸付残高	長期貸付残高									
業 投	—	134	—	562	20	—	93	—	—	—	—	
外 国 為 替 資 金	5,000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
交 付 税 及 び	589	1,680	—	44,278	12,879	—	158,777	26,020	1,692	262,701	36,256	
子 税 配 付 金	—	—	342	—	—	965	—	—	1,692	—	—	
特 定 国 有 財 産 總 備	—	—	311	—	—	682	—	—	1,084	—	—	
立 学 校	—	—	—	77,454	6,548	—	84,226	7,892	—	94,691	7,315	
厚 生 保 險 校	56,330	5,728	—	94	—	—	1,150	—	400	4,890	—	
国 有 林 野 事 業	—	—	—	—	—	825	—	—	1,051	—	—	
国 立 病 院	—	—	637	—	—	—	—	—	—	—	—	
特 定 土 地 改 良 事 業	—	—	1,421	—	—	1,603	—	—	1,842	—	—	
郵 政 事 業	—	—	153	5,166	2,475	5	4,838	1,875	1,440	5,686	1,695	
郵 政 貯 金	—	—	—	—	—	—	9,432	1,729	—	31,493	2,825	
治 理 水	—	—	—	—	—	17	—	—	18	—	—	
都 市 開 発 資 金 融 通	—	—	615	—	—	728	—	—	858	—	—	
テ ル コ 専 売 事 業	—	—	—	—	23	—	11	—	—	—	—	
合 計	61,919	7,695	4,383	126,992	21,945	4,825	258,528	37,516	8,385	399,462	48,091	
(—般 会 計)	—	—	37	—	—	30	—	—	23	—	—	

(出所) 大蔵省理財局編『国債統計年報』1974, 75, 76, 77年度版より作成。

- (注) 1. 郵政事業特別会計の長期貸付残高の一部には簡保資金を含む。  
 2. 短期貸付の年度内一時借入金はその累積額、短期貸付の年度越し貸付と長期貸付は年度末残高である。

第11表 地方交付税交付金と資金運用部資金

(単位：億円)

年度	総額	一般会計		交付税特別会計		
		地方交付税交付金	臨時地方特例交付金	資金運用部資金借入金	返還金	資金運用部資金借入金償還
1975	44,711	33,291	220	11,200	0	—
76	51,874	38,097	636	13,141	0	—
77	57,055	45,261	1,557	10,360	1	△ 1,240
78	70,400	53,607	2,251	16,460	1	△ 1,320
79	76,895	52,882	3,766	22,800	4	△ 2,556

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』第289, 301, 313, 324各号より作成。

- (注) 1. 78年度までは補正後予算, 79年度は当初予算。  
2. 75年度地方交付税交付金には沖縄臨時特別交付金を含む。

しその範囲内で貸

だは貸付枠を設定

は、一〇年のあい

用とされているの

ず、これが短期運

賃付にもかかわら

年間という長期の

とになった。一〇

る元利償還というこ

いては一般会計によ

入額の一定部分につ

だし七十七年度から借

ものとされた(た

は一般会計による

償還し、利子負担

計が八年間で元金

後、交付税特別会

条件は二年据置き

(第一二表)。借入

立命館経済学(第二十九卷・第一号)

八八(八八)

第12表 資金運用部の対交付税特別会計実質収支  
(単位：億円)

年度 月	1974	1975	1976	1977	1978
4月	—	589	12,879	25,897	34,936
5	—	—	—	25,896	34,937
6	—	—	—	4,817	17,177
7	—	—	—	4,518	17,055
8	—	—	—	5,140	17,417
9	—	—	21,225	31,675	50,068
10	—	—	11,475	18,184	33,373
11	—	9,455	34,879	44,937	66,197
12	—	13,157	29,223	41,144	50,387
1	—	7,013	18,613	28,243	49,185
2	—	6,490	20,000	32,250	54,374
3	1,680	21,041	36,503	36,256	58,358
年度計	1,680	57,745	184,797	298,957	483,464
年度越	1,680	12,879	26,020	36,256	

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』第282, 294, 306, 318, 330各号より作成。

る。つまり資金運用部資金は交付税特別会計の一般的財源に

をみれば、資金運用部の交付税特別会計への貸付は七五年一

一月にはじまり、七六年九月以降は恒常的な貸付となってい

付けるが、年度末に一度償還されるからである。

このような交付税特別会計への貸付が、「一時的な資金繰

り」というようなものでないことは明らかである。第一二表

なっているのである。これは、本来一般会計が国税収入で負担すべきところを資金運用部資金の借入れて資金調達することによって、現行の交付税制度を維持しつつ、大量国債発行による一般会計財源の補填を交付税以外の他の諸経費（とくに公共事業費）に振りむけることを可能にするものであった。

つまり一般会計の財政破綻を資金運用部資金借入を通じて地方財政に負担転嫁するものであった。しかしそれは、一方の後年における元金償還によって交付税特別会計に硬直化を招き（また一般会計も一部貸付と利子の負担から硬直化を助長される）、他方でそれだけ大量の資金が貸付枠として設定されていることから資金運用部資金の流動性を阻害することにもなるのである。七七年度から交付税特別会計において資金運用部資金からの借入金償還が始まっている。

この交付税特別会計だけでなく、近年の医療費の急増によって破綻した健康保険財政（厚生保険特別会計）や、定額貯金への貯金の集中による資金コストの増大と低位の資金運用部預託金利回りととの矛盾から赤字を発生させている郵便貯金特別会計など、構造的ともいふべき事業会計の財政破綻に対する財源補填対策に資金運用部資金が用いられてきている。

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について（梅原）

このように、七五年度以降の資金運用部資金の特別会計短期貸付の急増は、同じ資金繰りでもそれを要請する財政構造がそれ以前とは異っており、一般会計や地方財政の、あるいは政府事業関係財政の構造的赤字に対する一般的財源補填策として運用されているということがいえる。

(1) 第一〇表の作成にあたっては、横山信孝、前掲、四三頁、を参考にした。

(2) 福島量一ほか編、前掲書、一五九〜一六〇頁。

### 3 対日銀債券売買

資金運用部と日銀との債券売買は日常的に行なわれ、これが資金運用部資金短期運用の年度内累積額の大半を占めている（横山氏は全体の八割前後を占めているといわれているが、<sup>(1)</sup>最近では前述した政府特別会計貸付の急増などで六割前後ぐらいになっている）。「玉」として用いられているのは政府短期証券と長期国債で、金融債は七〇年度以降、政府保障債は七五年度以降用いられていない。

この債券売買は、資金運用部資金の側からみれば余裕金運用の一形態であり、「家計や企業が一時手許資金に余裕があれば、銀行や郵便局に預託し、必要に応じこれらの預金を引

第13表 資金運用部対日銀の債券売買収支

(単位:億円)

	短期証券売買収支					長期国債売買収支	政保債売買収支	金融債売買収支	合計
	種	為	為	減	券計				
1966年度中	319		438		757	△1,725	△	△428	△2,395
67	△183		736		553	△2,747	△999	△179	△2,428
68	△1,785		540		2,325	1,680	△3,371	△79	△4,095
69	△2,392		104		2,288	△116	△3,043	△922	△6,369
70	525		842		1,367	△5,552	△2,563		△6,748
71	3,668		△2,405		1,263	△8,044	△11		△6,792
72	△3,528		△13,114		△16,642	10,458	△762		△6,946
73	5,521		11,855		17,376	△19,769	△2,213		△4,606
74	△5,521		△1,290		△2,049	△1,106	2,687		468
75	△768		△5,543		△6,311	19,442			13,131
76	△202		△4,211		△4,413	2,896			△1,517
77	△6,260		△14,549		△20,809	△5,134			△25,943
78	△12,650		△19,663		△32,313	7,715			△24,598
1976年4月	△5,939	1,962			△3,977	5,447			1,500
5	△4,549	△2,965		△5,740	△13,254				△13,254
6	147	△1,865		470	△1,248				△1,252
7	△2,720	△9,796		5,270	△7,246				△7,246
8	1,942	△1,424			518	△4,000			△3,482
9	354	2,505			2,859	4,000			6,859
10	2,809	△4,706			△1,897				△1,951
11	△1,102	13,204			12,102				12,084
12	△3,020	7,149			4,129				△4,129
1977年1月	△1,625	△12,730			△14,355	△1,000			△15,355
2	3,476	△3,636			160	△3,000			△3,160
3	10,043	8,149			18,192	1,419			19,611

4	△ 9,845	6,826	—	△ 3,019	2,581	—	—	△ 438
5	△ 659	△ 6,568	—	△ 7,227	—	—	—	△ 7,227
6	△ 3,374	△ 9,953	△ 10,400	△ 23,727	—	—	—	△ 23,727
7	29	△ 3,844	△ 3,205	△ 7,020	—	—	—	△ 7,020
8	1,040	2,486	6,425	9,951	△ 12,000	—	—	△ 2,049
9	△ 1,677	387	7,180	5,890	△ 3,500	—	—	△ 2,390
10	△ 4,307	5,299	—	992	△ 3,000	—	—	△ 2,008
11	12,103	15,247	—	27,350	△ 15,000	—	—	12,350
12	7,802	△ 5,526	—	2,276	△ 5,000	—	—	△ 2,724
1978年1月	△ 2,472	△ 13,684	—	△ 16,156	285	—	—	△ 15,871
2	△ 4,869	953	—	△ 3,916	2,000	—	—	△ 1,916
3	△ 31	△ 6,172	—	△ 6,203	28,500	—	—	22,297
4	△ 9,593	△ 8,846	△ 5,838	△ 24,277	2,000	—	—	△ 22,277
5	5,320	△ 899	5,838	10,259	△ 3,585	—	—	6,674
6	△ 1,811	△ 6,341	△ 15,520	△ 23,672	—	—	—	△ 23,672
7	△ 4,976	△ 4,981	1,602	△ 8,355	—	—	—	△ 8,355
8	350	△ 1,593	2,325	1,082	△ 4,500	—	—	△ 3,418
9	△ 1,117	7,748	10,693	17,324	△ 8,000	—	—	9,324
10	△ 841	3,919	900	3,978	△ 4,000	—	—	22
11	8,187	18,176	—	26,363	△ 14,000	—	—	12,363
12	11,231	△ 14,790	—	△ 3,559	—	—	—	△ 3,559
1979年1月	960	△ 9,790	—	△ 8,830	—	—	—	△ 8,830
2	△ 12,944	10,863	—	△ 2,081	—	—	—	△ 2,081
3	△ 7,416	△ 13,129	—	△ 20,545	39,800	—	—	19,255

(出所) 大蔵省「財政金融統計月報」第294、306、318、330各号より作成。

き出して使用すること全く変りない」と言われるものであ <sup>(2)</sup> 通操作の重要な手段としての意味をもつものである。

るが、債券の発行主体(一般会計、特別会計)や日銀からすれ <sup>(3)</sup> 第一三表は資金運用部対日銀の債券売買の年度中及び月中  
 ば、資金運用部資金は巨大な機関投資家として債券発行・流 <sup>(3)</sup> の収支尻を表わしたものである。政府保障債が大量に売られ

た七四年度と、年度途中での大量の長期国債の引受けと交付税特別会計貸付のための資金調達のために長期国債が売られた七五年度を除き、毎年度資金運用部の買取超過になっており、とくに七七、七八年度にその額が著しく巨額になっている。

七七年度以降の外国為替資金証券(為券)買取の大幅超過は、七六年初頭以降の「集中豪雨」的対欧米輸出による貿易収支の大幅黒字に伴う為券の大量発行に対し、資金運用部資金による引取り額の増加によって国内での「過剰流動性」の発生を抑制しようというものであった。また、食糧証券(糧券)の買取超過についても、米の過剰生産による在庫管理費の増大や生産者米価と消費者米価の逆さや(近年の買入価格の抑制と売渡価格の引上げで縮小しているとはいえ赤字額としては最も大きい)などによる食糧管理特別会計の赤字拡大に対する糧券の発行を資金運用部引受け増によって応じたものである。こうした資金運用部資金による政府短期証券の買取超過は、それだけ日銀のマネー・サプライを抑制し収縮する効果をもつ点で重要な役割を果たすものである。

七五年度以降の大蔵省証券(蔵券)と長期国債の売買につい

ては次のことが注目される。それは蔵券の発行が、年度途中で歳入欠陥を露呈した七五年度を除き、毎年度年度前半に集中的に発行され、これに対応して資金運用部も蔵券を保有してきたことである(第一三、一四表、ただし月中で発行・償還を繰り返すので月末残高や第一三表の収支尻をみても月中の事情は捉えきれない)。これは景気刺激策としての公共事業契約の上半期への集中、発注の繰上げ、早期執行という公共事業執行政策に伴うものであり(とくに七七、七八年度、いわゆる「財政支出先行方式」と呼ばれる一会計年度内での膨脹財政のあり方を示すものである。<sup>4)</sup>「高成長」期(とくに六〇年代前半)では、こうした支出先行方式によって発生する年度中の税の「自然増収」を背景に蔵券の償還が行なわれるのだが、今日の「構造的不況」下ではそうはいかず、それはさらに年度後半に集中発行される長期国債によって実質的に借換えられてゆかざるをえない。その場合に注目されるのは、蔵券の償還と同時に資金運用部への長期国債の売却がなされていることである。第一三表をみれば、たとえば七七年度の場合、資金運用部は六、七月に蔵券を買い取り、八、九月に償還しているが、同じ八月以降に長期国債の買い取りを始めている。これは七八

第14表 資金運用部資金による大蔵省証券保有残高の推移

(単位：億円，%)

	1975年度			1976年度			1977年度			1978年度				
	歳	債券	資金運用部	歳	債券	資金運用部	歳	債券	資金運用部	歳	債券	資金運用部		
	発行高	月末残高(a)	保有残高(b)	発行高	月末残高(a)	保有残高(b)	発行高	月末残高(a)	保有残高(b)	発行高	月末残高(a)	保有残高(b)		
			比率(b)/(a)				比率(b)/(a)					比率(b)/(a)		
4月	4,120	4,020	209	5.2	—	—	—	11,090	—	—	14,640	5,840	5,838	99.9
5	—	—	—	—	21,830	8,270	37.4	10,480	—	—	4,200	20,120	15,520	77.1
6	—	—	—	—	14,380	11,100	77.2	29,580	10,400	46.7	24,800	17,500	13,918	79.5
7	—	—	—	—	10,130	3,450	34.1	8,590	15,920	184.2	13,580	13,530	11,583	85.7
8	—	—	—	—	2,530	—	—	20,400	8,140	40.0	13,500	3,450	900	26.1
9	—	—	—	—	—	—	—	3,120	200	6.4	11,680	3,450	—	—
10	—	—	—	—	—	—	—	8,320	3,310	39.7	18,980	8,240	—	—
11	—	—	—	—	—	—	—	11,760	1,350	11.5	15,330	4,530	—	—
12	—	—	—	—	—	—	—	5,660	—	—	11,320	9,250	—	—
1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合計	44,260	—	—	—	48,870	—	—	109,000	—	—	128,530	—	—	—

(出所) 大蔵省「財政金融統計月報」第294、306、318、330各号より作成。

年度においても同様である。しかも歳券だけでなく種券・為券などの保有・償還操作もからんでいることがわかる。こうして歳券(あるいは短期証券全体)・長期国債の発行・売買政策を通じて、一会計年度にわたって財政支出の継続的な膨脹が

行なわれてきたわけである。七五年度以降の歳券・長期国債の資金運用部対日銀売買が、このような積極的な景気刺激策と債券発行政策の中で運営されていることは、資金運用部資金による短期的な債券保有がたんなる「待機原資の一時的運

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について(梅原) 九三(九三)

用」とはいえない性格のものだということを示している。

ところで、この債券売買のもつもう一つの意義は、それが資金運用部特別会計収支に重大な影響を与えるということである。預託金利子支払いと資金運用利子収入を歳出歳入の基本柱とする資金運用部特別会計においては、とくに金融緩和と下で預託金利と貸出金利の接近によって利鞘が縮小し、短期資金運用の利子収入が収支バランスの最重要ファクターとして登場することになる。七五年以降の金融緩和による短期国債の金利引下げによって、七八年度には特別会計収支で約二七〇億円の赤字が発生した。このように、短期運用の額が膨大になるにつれて、資金運用部特別会計収支は金融・金利変動に大きく影響されてくるのである(七二年度の「過剰流動性」の発生の際にも約七六億円の赤字を生じた)。

(1) 横山信孝、前掲、四三頁。

(2) 福島量一ほか編、前掲書、一二三頁。

(3) 第一三表の作成にあたっては、横山信孝、前掲(第八回)、『金融財政事情』一九七八年二月一三日号、三三頁、を参照した。

(4) 大蔵省証券発行による財政支出先行方式については、加藤睦夫「現代日本財政のインフレ的メカニズム」『経済評論』

一九六五年一月号、渡辺佐平「財政インフレにおける大蔵省証券の役割」『経済』一九七七年三月号、を参照されたい。同じ内容を含むより包括的な概念としては林榮夫氏の「インフレ的投資先行Ⅱ貯蓄の事後形成」メカニズムという概念がある(「高度経済成長の財政・金融メカニズム」林編『財政金融』筑摩書房、一九七二年、第一部第一章)。

## 小 括

一九七五年度以降のいわゆる財政危機下において、日本の財政投融资構造に現われた特徴の一つは、資金運用部資金の財政投融资計画外運用が重要な意義をもつに至ったことである。本稿で明らかになったことは以下のことからである。

第一は、資金運用部資金がこの時期の国債市場と国債管理政策に重要な積極的役割を担ってきたことである。すなわち、金融機関の国債引受け分の軽減とインフレ・マネーの抑制、市場の安定化、国債オペの入札方式やそこでの価格弾力化、国債種類の多様化、国債評価損対策など、資金運用部資金が国債市場とかかわり合う諸側面で、それは国債管理政策の重要な手段として用いられてきたことである。それはその時々々の国債管理政策の必要性に対応してきたものであるが、とく

に政府金融機関を中心とした財政投融资対象機関における事業不振に伴う相対的に余剰な資金の形成がそれを可能にするものであった。しかし資金運用部資金による国債管理機能は国債市場の基本的諸矛盾を緩和するには量的にも質的にも限界をもつものであり、また、財政投融资原資の圧迫、財政投融资原資としての性格からの逸脱、財政インフレの危険性の拡大、資金運用部資金の有利運用原則からの逸脱など、多くの問題をもつものであった。

第二に、余裕金と短期預託金の巨大化を基盤にして、これまで余裕金の「受け身」的な運用にすぎないとされてきた資金運用部資金の短期運用もまた、財政危機に対する積極的な対応手段として重要な役割を担ってきたことである。その一つは、交付税特別会計への短期（実際には長期）貸付にみられるように、一般会計・地方財政及び政府事業財政における構造的赤字に対する一般的財源対策として用いられてきたことであり、また、もう一つは為券・糧券の対日銀買取の大幅超過による「過剰流動性」の抑制、蔵券・長期国債の対日銀売買を通じての景気刺激型財政支出方式の支持などがそれである。

財政危機下における資金運用部資金の財政投融资計画外運用について（梅原） 九五（九五）

ところで、以上の分析が日本財政投融资論に対して有する問題提起について一言しておけば次のことである。これまでの日本財政投融资論は財政投融资計画の枠内で論じられてきた。しかし、上述してきたように、財政投融资原資の財政投融资計画外での運用の規模と意義が重大化してきた段階では、財政投融资計画を構成する原資と運用の構成パートのそれぞれ（それはさらに一般会計と特別会計・政府関係機関の財政関係全体の考察を前提しなければならない）とそれらが財政投融资計画として一つの制度的枠組みを形成していることを分けて考察することが必要になってきているのではないかということである。本稿はそうした試みの一つである。

さて、本稿は財政危機下の財政投融资構造の特徴の一つを論じたにすぎない。この時期の特徴にはほかに、「安定成長一軌道への移行過程で財政投融资計画とその事業が如何なる機能を担い矛盾を帰結しているのか、また原資難が如何なる構造の中で形成されてきているのか（財政投融资原資は七八年度実績で五四年度以来二四年ぶりに前年度より減額した、第五表参照）などが分析されるべき課題として残されている。これらについては統稿で果たすことにしたい。