

国債管理政策の二つの形態

浅田和史

はじめに

- 一 国債管理政策の一般的規定
 - 二 国債管理政策の二つの形態
 - 三 資金需給構造の二つの形態
 - 四 中央銀行信用と国債管理政策
 - (一) 資金需給構造と中央銀行信用
 - (二) 財政資金調達の二つの形態
 - (三) 金利規制の二つの形態
 - (四) 国債管理政策の二つの形態の限界
- おわりに

はじめに

わが国においても、国債の大量発行が当分の間続かざるをえないことが予想されるなかで、この大量の国債をいかに管理していくかという問題が非常に大きな注目をあびつつある。

国債管理政策の二つの形態（浅田）

いわゆる国債管理政策、あるいは国債管理論の登場である。

こうした議論の多くは、国債管理政策の肯定的評価にもとづいた政策提言であるが、そこには共通した二つの認識が見られるように思える。その一つは、国債管理政策には二つの種類があるという認識である。⁽¹⁾すなわち、国債管理政策には、「日本型国債管理政策」というもの、「英米型国債管理政策」というもの二つの種類があり、前者は流通市場をもたず、国債種類も少なく、その応募者利回りも硬直的であるのに対し、後者は流通市場をもち、国債種類も多様であり、また応募者利回りも弾力的であるというものである。共通した認識の他の一つは、日本の国債管理政策が、国債の大量発行とともに現在大きな転換点をむかえつつあるという認識である。そしてこの認識は国債管理政策の二つの種類とい

う問題と無関係ではない。というのは、この場合その転換というものは、「日本型国債管理政策」から「英米型国債管理政策」への転換という意味であるからである。そして、こうした認識の前提にあるものは、この転換がうまくいくか否かが日本の国債管理問題の将来を左右する重大な問題であるという理解である。

しかし、多くの場合、国債管理政策の二つの種類は、異なる種類の区別に終り、形態の相異として把握されていず、したがってこの二つの国債管理政策の共通性が何であり、どういう理由に媒介されて二つの形態をとるにいたるのかという問題意識はあまり見うけられない。日本の国債管理政策は、英米型の国債管理政策から比較すれば、きわめて特殊な形態であるといえる。その特殊性が何故特殊であるのかということ、国債管理政策の二つの形態の一般性と特殊性を解きあかすことなしには明らかとならない。日本の国債管理政策の転換は、こうした作業を前提としてはじめて語りうるものである。

本稿の課題は、こうした二つの国債管理政策の形態上の相異が何故生じてこざるをえないのかを、その金融構造の相異

から明らかにしようとするものである。

(1) たえば、和田八束「国債発行と国債管理政策」立教大『経済学研究』第三卷第二号、昭和三年一〇月、三頁。

中島将隆「重大な選択を迫られる国債管理政策」『金融財政事情』昭和五年七月二十六日号、三三頁。

和田氏の場合、国債管理政策の二つの種類は「市場型」「非市場型」というかたちで区別されている。中島氏の場合には「市場原理尊重型」「統制的管理方式」という区別である。いずれも、そこで念頭におかれているものは「英米型国債管理政策」と「日本型国債管理政策」である。

一 国債管理政策の一般的規定

国債管理政策、それは現代資本主義に特徴的な財政、金融政策であり、財政・金融の一体化の現象をもっとも端的に示すものである。現代資本主義財政に共通の現象としての慢性的な赤字財政の展開は、財政支出の規模が租税収入の枠を越え、財源を国債発行という形で金融市場からの有償資金に依存せざるをえないという事態を示すものである。こうした財政資金の金融市場への依存という事態こそ、国債管理政策に見られるような財政と金融の一体化の根源をなすものである。

しかし、こうした赤字財政の展開は、その過程で自らに与つての諸制限を生みだすことによつて財政危機を転化せざるをえない。その第一のものは、赤字財政の展開に伴うインフレーションの進展である。財政資金調達为国債の中央銀行引受けという形をとる場合はいうまでもないが、国債の市中消化あるいは他の方法による金融市場からの財政資金調達も究極的には中央銀行信用の拡大と、したがつてインフレーションと結びついているというのが現実である。とはいへ、インフレーションの進展は無限に可能であるわけではない。インフレーションが国民からの取奪のための手段である限り、その進行は一定の段階で体制的危機に結びつかざるをえない。そして、インフレーションが赤字財政の必然的な帰結であり、インフレーションの進展にこうした限界が画される以上、それは同時に赤字財政の展開の限界でもある。

赤字財政の展開にとつての第二の制限は、財政支出に占める国債償還および利払い費用の増大である。この償還、利払い費用の増大のもとの財政支出の拡大は、さらなる国債発行、したがつて償還・利払い費用の拡大という悪循環に結びつかざるをえない。この悪循環の行きつくところは、租税負

担の増大、あるいは国家破産、すなわち国債という国家債務の破棄である。しかし、こうした租税負担の増大、国家破産が、インフレーションの進展と同様に、社会的に許容しうるものではありえない以上、その回避は赤字財政それ自体の抑制でしかありえない。

赤字財政の展開は、その必然的な帰結として、こうした二つの自らにとつての制限を生みださざるをえないのである。しかし、赤字財政の展開は、そのもとではじめてその存立を可能なものとしている資本にとつては不可決のものである。赤字財政は継続されねばならない。しかし、その継続は赤字財政それ自体にとつての制限を生みだし、この制限は赤字財政の継続を許容しない。財政危機とは、かかる矛盾した関係を示す概念であり、それは単なる財政赤字を意味するものではない。

国債管理政策は、こうした財政危機の時代の財政・金融政策の軸をなすものである。したがつて国債管理政策が、その課題とするものは、財政危機のもとのこうした相互に矛盾した関係、すなわち、赤字財政の継続、インフレーションの進展、そして国債の償還・利払費用の増大の矛盾の「調整」

である。

つまりこの場合、この矛盾は三様の対抗関係としてあらわれざるをえない。その第一の対抗は、財政赤字の継続と償還・利払費用の増大との対抗であり、第二は、財政赤字の継続とインフレーションの進展との対抗、そして第三の対抗は、償還・利払費用の増大とインフレーションの進展との対抗である。

したがって、国債管理政策がその課題とする、相互に矛盾した関係の「調整」とは、インフレーションの抑制がその主要な課題となる場合もありうるし、また、償還・利払費用の減額が課題となる場合もあるというものでしかありえないのである。そして、インフレーションの抑制と償還・利払費用の減額がともに必要とされる場合には、基調としての赤字財政の継続は放棄しえないとしても、発行額そのものが一定程度「抑制」されざるをえない。

すなわち、国債管理政策における「調整」とは、それが掲げるいくつかの目標のうちの一つに重点をおくという意味での「調整」でしかありえず、一方を犠牲にして他方を「解決」とするといふものでしかないのである。したがって、

それは財政危機をより一層深化させるものではあつても、その解決手段とはなりえないものである。⁽¹⁾⁽²⁾

- (1) 国債管理政策の目標としては一般に経済安定、財政赤字負担軽減、国債市場の秩序維持の三つが指摘される。たとえば、鈴木淑夫「現代日本金融論」東洋経済新報社、昭和四九年、三二〇頁。

- (2) 井田啓二「国債管理の経済学」新評論、一九七八、四章参照。

井田氏はアコード以降のアメリカの国債管理政策をその重点の置き方の相異から「景気順応型」「景気対策型」「景気中立型」の三類型に分けられている。

二 国債管理政策の二つの形態

国債管理政策の一般的規定はこうしたものであるが、しかし、その具体的な形態はさまざまでありうる。国債管理政策は、国債発行が金融市場からの資金調達である限り金融構造の特殊性に規定されざるをえないし、またそれが財政資金調達の一形態である以上財政構造それ自体の特殊性にも規定されざるをえないからである。

国債管理政策の形態については、すでに述べたように通常二つの形態が指摘されている。いわゆる「英米型国債管理政

策」と「日本型国債管理政策」といわれるものである。

こうした国債管理政策の二つの形態にもっとも早くから注目され、この形態上の区分から日本の国債管理政策の特徴を明らかにされたのは中島将隆氏である。

中島氏は、氏の著書である『日本の国債管理政策』において、国債管理政策を「国債管理とは、政府資金の大量・安価調達とインフレ回避の同時達成を目的とするもの⁽¹⁾」と定義されたうえで、「国債管理政策の二つの形態⁽²⁾」について次のように指摘されている。

「政府資金(国債)を金融市場の制約に従いながら調達するか、それとも隔離された市場で調達するか、このいずれを選択するかによって国債管理政策は根本的に異なってくる。目標達成の具体的手段が異なってくる。いずれの政策を選択しても抽象的には国債管理の目標に接近することができるのである。だが、アメリカにおいては、ダグラス委員会報告、パットマン委員会報告、CMC報告が示しているように、激論を交わしたのち、政府資金を金融市場で調達するルートを選択したのであった⁽³⁾」。

このように中島氏は、国債管理政策の二つの形態を「政府

国債管理政策の二つの形態(浅田)

資金を金融市場の制約に従いながら調達する」形態と「隔離された市場で調達する」形態の二つの形態に区分され、それらはいずれも「政府資金の大量・安価調達のインフレ回避の同時達成」という国債管理政策の目標の実現のために、とりうる二つの「態度」「方法」であるとされる。そして、どちらの「態度」「方法⁽⁴⁾」によって財政資産を調達するか、「これは選択の問題⁽⁵⁾」であり、「金融市場の制約に従いながら調達する」形態を「選択」したのが英米であり、「隔離された市場で調達する」形態を「選択」したのが日本であるとされるのである。

国債管理政策の二つの形態は、確かに、このように区分しうる。そして「国債管理政策不在」といわれた日本の国債管理政策を、国債管理政策の特殊な形態としてとらえられたのは中島氏の業績である。しかし果して、この国債管理政策の二つの形態は、中島氏のいわれるように、単なる「選択の問題」であろうか。何故に英米においては一方の形態が、日本においては他方の形態が「選択」されざるをえなかったのだろうか。

この問題を考える場合、「金融市場の制約に従いながら調

達する」形態と「隔離された市場で調達する」形態との相異点をもう少し明瞭にしておく必要があるように思える。

第一の形態、すなわち「政府資金を金融市場の制約に従いながら調達する」形態において、「金融市場の制約に従う」とは、政府は金融市場から財政資産を調達する場合、市場が決定する金利で借入れを行なう、つまり、国債発行金利 \parallel 応募者利回りを市場実勢金利 \parallel 流通利回りにゆだねるということの意味するものである。しかし、このことは国債発行金利 \parallel 応募者利回りの決定に政府が関与しないということの意味するものではない。財政危機のもとでは、国債発行金利 \parallel 応募者利回りはできるだけ低位に抑制される必要がある。では、その抑制はいかにおこなわれるのであろうか。

国債発行金利 \parallel 応募者利回りの決定が市場実勢金利 \parallel 流通利回りにゆだねられている場合、市場実勢金利 \parallel 流通利回りの上昇は直接、国債発行金利 \parallel 応募者利回りの上昇に直結する。仮に、この流通利回りの上昇に応募利回りの上昇がともなわず、低位に放置されたままであるとすれば、それは、流動化に際して、価格の低下を、したがって売却損を発生させることとなる。そして、この売却損の発生は新規国債の消化

をより困難なものとすることになる。したがって、財政事情が新規国債発行を必要とし、同時に応募者利回りの引きあげをも許さないとすれば、残された方法はただ一つ、流通利回りの上昇それ自体を抑制することである。すなわち、公開市場操作による買い操作によって価格を上昇させ、したがって流通利回りを低位に維持するわけである。いわゆる価格支持操作である。

しかし、こうした価格支持操作による国債発行金利 \parallel 応募者利回りの押え込みには限界がある。なぜなら、こうした操作は中央銀行信用の増大に依存したものであり、その増大は一定の段階でインフレーションの進展となって現れるからである。したがって流通市場を通じる国債発行金利の押え込みはインフレーションの進展の度合によって限界を画されているのである。「政府資金を金融市場の制約に伴いながら調達する」形態とはこうしたものであり、そこでの国債発行金利の決定に際して考慮されるべき市場実勢金利とは、決して政府の統制外にある金利ではありえない。管理通貨制度のもとにおいては、そうした「自由」な金利というのは存在しないのである。

他方、第二の形態、すなわち「隔離された市場で調達する」形態とは、第一の形態が流通利回りを押え込むことによって、間接的に国債発行金利を低位に維持しようとするのに対し、流通市場を媒介させず、直接に国債発行金利を押え込むとうとするやり方である。

昭和四〇年以降の日本の国債発行においてとられた国債金利の決定方式がそれであるが、こうした方式にはそれを可能とするための付随した措置が必要となる。なぜなら、こうした直接統制的な低位発行は流動化に際して売却損を発生させるため消化不可能となるからである。こうした発行方式を可能にするため日本においてとられた措置とは、周知のように、金融機関による国債消化のためのシンジケート団を編成させ、このシンジケート団に対し、一年間の間、強制的に国債保有を義務づけ、一年が経過した後には日本銀行がほぼその全額を流通市場を媒介せず相対売買によって購入するというものである。日銀直接引き受けの変型ともいえるものであり、こうした発行、消化方式においては、国債流通市場は不必要なものとなる。すなわち、その流動化は日銀のいわゆる「買オペ」によって「隔離」されているのである。

国債管理政策の二つの形態（浅田）

また、こうした国債発行金利の直接統制的な押え込み方式は、それが第一の形態と同様に、あるいはより直接的に中央銀行信用に直結している以上、その一定の段階で、インフレーションと結びつかざるをえない。したがって、こうした国債金利の決定方式においても、その発行額はインフレーションの進展の度合によって限度を画されているのである。

以上のことから明らかなように、国債管理政策の二つの形態、すなわち「政府資金を金融市場の制約に従って調達する」形態と「隔離された市場で調達する」形態の相異とは、国債の発行金利に応募者利回りを低位に押え込む方式の違いであり、前者は流通市場を媒介して間接的に、後者は直接的に発行金利を統制するという違いなのである。すなわち金利規制の方式の相違である。

しかし、その限界はいずれの形態においても、その低位規制が中央銀行信用に依存したものである以上同様である。間接規制の場合には流通市場における価格支持が、直接統制の場合には、相対売買における買い操作がインフレーションの許容しえない進展をもたらした時点において、限界を画されるをえないのである。そして、この段階においては、甘ん

じて国債発行金利の上昇を認めるか、さもなければ、国債減額に踏み切るかのいずれかしか選択の余地は残されていないのである。しかし、財政の膨張傾向が維持される限り、そのいきつく先はいずれも、国民の租税負担の拡大である。

現実の国債管理の歴史は、中央銀行信用による国債発行金利の押え込みの段階から、インフレーションの抑制が問題となる段階への移行の基本的な流れを示している。⁽⁶⁾ アメリカにおいて、この画期となるのは一九五一年の財務省と連邦準備制度のアコードの時点からであり、日本においては一九七五年以降の大量国債発行にともなう「買オペ」制限が始まる時点である。そして、こうした国債管理政策の歴史が示すものは、財政それ自体が単なる赤字財政の段階から財政危機の段階へ、すなわち財政資金調達金融市場への依存段階からその調達そのものが大きな制限を画されざるをえない段階への危機の一層の深化なのである。

(1) 中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社、昭和五二年、一一頁。

(2) 同右、一四頁。

(3) 同右、一六〇一七頁。

(4) 同右、一五頁。

(5) 同右、一五頁。

(6) 伊藤政吉『アメリカの金融政策』岩波書店、昭和四二年、二章、井田、前掲書、四章、参照。

三 資金需給構造の二つの形態

われわれはこれまで、国債管理政策の一般的な性格とその二つの形態についてみてきた。次に問題となるのは、こうした二つの形態の相異が何故に同じ財政赤字という土壌の上で生ぜざるをえないかという点である。二つの形態の相異、すなわち流通利回りを中央銀行信用の供給によって押え込むことによって国債発行金利⇨応募者利回りを低位に維持する形態と、まず直接的に国債発行金利⇨応募者利回りを押え、後に中央銀行信用と結びつける形態の相異がなぜ生ぜざるをえないのであろうか。

この問題を考える場合、国債の発行金利⇨応募者利回りの規制と他の諸金利の規制のあり方を結合して考察する必要がある。なぜなら、国債発行金利⇨応募者利回りは、いずれの形態においても、他の諸金利と連動関係をもっているからである。⁽¹⁾したがって、他の諸金利が直接的な統制下であれば、

国債発行金利も直接統制されなければならず、逆に他の諸金利が市場実勢にまかされているとすれば（とはいっても、中央銀行による間接的な統制も低金利政策のもとにあるのではあるが）、国債発行金利も市場実勢にまかされなければならぬのである。たとえば、国債発行金利のみを直接統制のもとにおき市場実勢以下の水準においた場合、流通市場での流動化はいうまでもなく日本的な「強制保有」も不可能となる。なぜなら、流動化は売却損をもたらすことになるし、「強制保有」も金融機関の高い資金コストにはままれるからである。

したがって、以下では国債管理行政の二つの形態の相異を規定する、金利規制の二つの形態、すなわち間接的な統制と低金利政策と直接的な統制と人為的低金利政策がどのような金融構造の相異によって生じるのかを考察する。国債管理政策は、それが財政資産の金融市場からの調達という事態に関わるものである以上、その形態の特殊性は金融構造の特殊性に媒介されざるをえないのである。

金利の規制は、間接的なもの（低金利政策）であれ、直接的な統制（人為的低金利政策）であれ、それはこうした政策的な介入がない場合に形成される金利に対する規制である。すな

国債管理政策の二つの形態（浅田）

わち金利の形成を政策的介入なしに放置しえないが故にこうした二つの形態での金利の規制が必要となるわけである。したがって、金利規制の二つの形態が何故に生ずるかという問題の考察のためには、政策的介入がない場合、金利がいかなる状態にあるかということがまず問題とされねばならない。

しかし、金利そのものはあくまで資金の需給関係の表現でしかない。すなわち、いかなる要因によって資金需要がひきおこされ、この需要を満たすための資金がいかに形成され供給されるかという関係の表現でしかないのである。したがって、金利規制の二つの形態の問題は、一国の資金の需給関係がいかなる構造的特徴をもつかという問題にまで還元されるのである。

表Iは、各国の資金需給の構造を、各経済部門間の資金の過不足の推移であらわしたものである。すなわち、経済部門を財政部門、企業部門、家計部門、海外部門の4つの部門にわけ、どの部門が基本的な資金の需要部門であり、その資金需要に対してどの部門が基本的な資金の供給部門であるかを示したものである。

後で考察する財政部門をひとまずおくと、ここで特徴的な

表 I 部門間資金過不足中の各部門比率の推移 (単位%)

| | 1962 | 1963 | 1964 | 1965 | 1966 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公共部門 | | | | | | | | | | | |
| 日本 | △11.0 | △14.3 | △23.1 | △35.9 | △43.7 | △32.3 | △29.6 | △18.5 | △ 9.2 | △18.6 | △22.3 |
| アメリカ | △57.6 | △31.2 | △32.7 | △20.6 | △10.3 | △43.9 | △36.1 | △10.8 | △38.6 | △56.4 | △36.4 |
| 企業部門 | | | | | | | | | | | |
| 日本 | △89.0 | △85.7 | △76.9 | △50.8 | △42.8 | △67.7 | △62.3 | △66.7 | △78.4 | △54.8 | △58.4 |
| アメリカ | △32.0 | △38.5 | △33.3 | △51.6 | △82.1 | △39.4 | △60.8 | △86.6 | △57.3 | △43.6 | △63.6 |
| 個人部門 | | | | | | | | | | | |
| 日本 | 99.1 | 86.9 | 93.9 | 100 | 100 | 98.4 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| アメリカ | 96.8 | 100 | 100 | 100 | 91.5 | 100 | 97.5 | 88.8 | 98.5 | 77.0 | 80.9 |
| 海外部門 | | | | | | | | | | | |
| 日本 | 0.9 | 13.1 | 6.1 | △13.3 | △13.6 | 1.6 | △ 8.1 | △14.7 | △12.3 | △26.6 | △19.3 |
| アメリカ | △10.4 | △25.7 | △30.1 | △20.1 | △ 7.7 | △ 3.0 | 2.5 | 11.1 | 1.5 | 19.9 | 19.0 |

(注) 1. アメリカの資金調達合計は「統計上のそご」を含んでいるので4部門合計は0にならない。

2. △印はマイナス

(出所) 日本銀行「日本経済を中心とする国際比較統計」昭和49年版。

のは、企業部門が一貫した資金の不足部門であるということと、家計部門が逆に一貫した資金の供給部門であるという関係である。しかし、このことは資本主義社会においては企業こそがこの社会における生産および投資の主体であり、また、資本主義の発展、とりわけ信用制度と株式会社制度の発展とともに、その再生産の維持・拡大のための投下資本の調達を外部資金に依存する度を強めるに至ったことを考えれば当然のことである。また他方、家計部門を構成する主体の多くが資本主義社会において不安定な生活を強いられる勤労者階級であり、そこでの貯蓄が不慮の事態や将来に備えるものである以上、家計部門が一方的な供給部門となることも当然のことである。

このように、資本主義社会においては資金の主要な需要者は企業部門であり、その主要な供給者は家計部門である。しかし、このことは企業部門が必要とする資金がすべて家計部門から供給される資金によって賅われていることを意味するものではない。なぜなら企業部門それ自体が金融市場における資金の供給者でもあるからである。

資本主義的企業は、その資本活動の結果として、遊休貨幣

資本を必然的に生産過程から遊離せざるをえない。⁽²⁾ 固定資本の現物補填のための減価償却積立金、追加投資のための利潤の内部留保、購買手段、支払手段の準備、流通期間の短縮・価格変動による貨幣資本の遊離などが、遊休貨幣資本を形成する要因である。また不況期における生産過程の縮小は、それまで生産資本、商品資本の形態にあった資本を貨幣形態に転化させ、遊休貨幣資本を増大させることとなる。このような局面では遊休貨幣資本はむしろ過剰貨幣資本という名称がよりふさわしいものとなる。

こうした遊休貨幣資本は、現実資本として生産過程に再投下されるまでは、金融市場に流入し貸付可能な貨幣資本、すなわち供給可能な資金に転化することとなる。したがって企業部門の資金需要は、部門内で形成される遊休貨幣資本と家計部門から供給される零細貯蓄によって満たされることとなるのである。

しかし、企業の資金需要を満たす資金のこうした内容上の区別は、個別企業においては問題とならない。なぜなら、個別企業において問題となるのは、「内部資金」「外部資金」の区別であり、そこでは「内部資金」においては自己の遊休貨

国債管理政策の二つの形態（浅田）

貨幣資本は意識されているものの、「外部資金」においてはそれが遊休貨幣資本を源泉とするものであるか、零細貯蓄を源泉とするものであるかという区別は消えうせてしまっているからである。企業部門の資金需要が究極的には、家計部門において形成される零細貯蓄に依存することはすでに述べたが、このことは、自らの過去の蓄積以上にその資本活動を拡大しようとする資本主義的企業にとっては、零細貯蓄こそが利用可能な資金の本源的な構成部分であることを意味する。とはいえ、個別企業の視点からは、こうした利用可能な資金にしろる零細貯蓄のもつ意義の重要性は問題とはならないのである。しかし、こうした零細貯蓄への依存が、各国における共通の普遍的な現象であるとしても、その依存の程度はさまざまでありうる。なぜなら、零細貯蓄への依存の程度を規定するのは、第一に企業部門の資金需要の大きさ、すなわち資本活動のための前貸貨幣資本の大きさ、したがって蓄積条件の有無であり、第二に、企業部門内部における遊休貨幣資本の資金需要総額に比しての大きさだからである。したがってたとえば、蓄積条件が豊かに存在し発展基調にあり、より大きな前貸貨幣資本を必要とするが、その発展の歴史的な浅さから

遊休貨幣資本が充分に形成されていない資本主義においては、
 零細貯蓄への依存の程度はより大きなものとなるし、逆に、
 これまでの資本主義の歴史の中で遊休貨幣資本は相対的に豊
 富に形成されているが、現時点においては停滞基調にある資
 本主義においては、零細貯蓄の依存はより低いものとなる。

こうした零細貯蓄への依存の対極を示すものが、表Ⅱに見
 られる、日本とアメリカの企業部門の資金調達状況の対比
 である。日本においては、内部資金しがつて遊休貨幣資本
 への依存は六〇年代の上昇の結果として七二年度において三
 〇・三％であるのに対し、アメリカにおいては下降の結果と
 して六四・二％である。内部資金しがつて遊休貨幣資本へ
 の依存度の上昇傾向、下向傾向が、資本主義の発展基調、停
 滞基調を表現するものであるとすれば、この日本とアメリカ
 の状況の相異は先に指摘した零細貯蓄への依存の対極を示す
 ものであろう。すなわち日本においては、企業部門の零細貯
 蓄への依存はより強く、逆にアメリカにおいては、その依存
 はより軽いものであることが予想されるのである。

こうした資金需給関係の相異、したがって、利用可能な資
 金の本源的な構成部分である零細貯蓄への依存の程度の違い

表Ⅱ 企業資金需給状況

(単位%)

| | | 1960 | 1965 | 1967 | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 内部留保 | 日 本 | 5.6 | 2.8 | 5.4 | 6.4 | 6.1 | 6.2 | 5.1 | 9.4 |
| | アメリカ | 22.9 | 26.9 | 24.4 | 19.6 | 14.3 | 11.2 | 15.6 | 16.4 |
| 減価償却 | 日 本 | 15.3 | 33.7 | 21.2 | 21.2 | 16.1 | 17.2 | 22.9 | 20.9 |
| | アメリカ | 55.4 | 41.0 | 48.0 | 44.3 | 44.4 | 56.4 | 52.6 | 47.8 |
| 株 式 | 日 本 | 9.6 | 4.1 | 1.8 | 3.8 | 3.7 | 3.7 | 3.3 | 2.3 |
| | アメリカ | 3.7 | — | 2.7 | -0.8 | 2.6 | 5.1 | 10.7 | 7.9 |
| 社 債 | 日 本 | 10.6 | 7.4 | 3.3 | 4.5 | 3.4 | 3.5 | 6.4 | 3.9 |
| | アメリカ | 8.0 | 6.3 | 17.0 | 12.7 | 10.7 | 20.8 | 17.1 | 9.3 |
| 借 入 金 | 日 本 | 28.6 | 42.8 | 28.9 | 34.8 | 29.9 | 36.6 | 45.9 | 28.6 |
| | アメリカ | 8.7 | 13.1 | 9.2 | 13.0 | 16.7 | 9.4 | 5.0 | 12.5 |

(出所) 日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』昭和49年版。

は、金利水準にも二つの相異をもたらすこととなる。零細貯蓄への依存が大である場合は金利水準は構造的に高い水準に引きあげざるをえないし、逆にその依存が小さい場合には、相対的に低い水準にとどまる。したがって景気循環にともなう金利の高低は、こうした構造的な金利の水準のうえでの高下にすぎないのである。

(1) 中島将隆「金利体系の論理と構造」『経済評論』日本評論社、一九七九年三月、四〇頁。

そこでは次のように連動関係が指摘されている。「一、規制金利には次のような序列関係がみられる。長期国債 \wedge 利付金融債・信託配当率 \wedge 長期プライムレート、長期国債 \wedge 政保債 \wedge 公募地方債 \wedge 事業債、短期国債 \wedge 公定歩合 \wedge 短期プライムレート、郵便貯金 \downarrow 銀行預金 \wedge インターバンク預金。三、長期プライムレートは、利付金融債の応募者利回りに \circ ・九%上のせして決められる。四、利付金融債の発行条件は四六%上のせして決められる。五、短期国債の発行条件は四六%上のせして決められる。六、インターバンク預金金利は、対顧客預金金利に \circ ・七五 \sim 一・〇%上のせした水準で決められている。七、短期プライムレートは、事実上、公定歩合に \circ ・二五%上のせして自動的に決められている。」

(2) 小林威雄『貨幣論研究序説』青木書店、一九六五年、第五章、参照。

国債管理政策の二つの形態（浅田）

四 中央銀行信用と国債管理政策

(一) 資金需給構造と中央銀行信用

これまでわれわれは中央銀行信用を捨象したまま議論を進めてきたが、ここでこれまで考察してきた企業部門の零細貯蓄への依存との関連で中央銀行信用がどのような位置にあるかを明らかにしておきたい。

中央銀行信用は現金通貨の供給であり、それは金融機関を媒介することにより、利用可能な資金の重要な構成部分を形成することになる。利用可能な資金の範囲は、これまで対象としてきた遊休貨幣資本、零細貯蓄に中央銀行信用がつけ加わることにより拡大されることとなる。そして、この利用可能な資金の拡大は資金の需給関係に重要な変化を与えるものとならざるをえない。

しかし、兌換制のもとにおける中央銀行信用は、中央銀行の金準備に制約されたものである。すなわち、そこではある限度以上の中央銀行信用の拡大は、金兌換の拡大を媒介として現金通貨の中央銀行への還流に、すなわち中央銀行信用の縮小に結びつかざるをえない。したがって、兌換制のもとで

の、中央銀行信用の資金需給関係への影響は制限されたものとならざるをえない。

他方、金兌換が停止された段階、すなわち不換制度のもとにおいては、中央銀行信用のこうした制度上の限界は存在しないこととなる。その限界はただ、中央銀行信用の拡大がその一定の段階で引きおこすインフレーションによって画されているだけである。しかしこの限界は、あくまで社会関係に依存したものであり、かなりの巾をもったものである。したがって、不換制のもとにおける、中央銀行信用の拡大こそが、資金の需給関係に一つの質的な変化を与えるものとなるのである。そして、このことが、不換制のもとでの政策的な金利規制を現実のものとする最大の要因なのである。それでは、不換制のもとにおいて中央銀行信用は、資金の需給関係とどのような関連をもつのであろうか。

企業部門が自らの部門内部において形成される遊休貨幣資本を超え、その資金需要を零細貯蓄に依存しているのが資本主義社会における資金需給関係の一般的特徴である。そして、この零細貯蓄への依存の程度は、資金需要の激しさと、遊休貨幣資本の蓄積の大きさにより異なるものとなる。また、こ

の零細貯蓄への依存の程度の相異は、金利の構造的な水準を規定することとなる。

一般的にいえば、中央銀行信用は企業部門の資金需要が遊休貨幣資本を超えるだけでなく、零細貯蓄をも超えた場合、この資金需要を満たすために供給される。したがって、企業部門の資金需要がどの程度、中央銀行信用に依存したものであるかは、資金需要の激しさと、遊休貨幣資本の蓄積、零細貯蓄の規模によって規定されることとなる。資金需要が激しく、遊休貨幣資本の蓄積が低位で、しかも零細貯蓄の蓄積も低位である場合、中央銀行信用への依存はもっとも大きいものとなる。逆に、資金需要が穏やかで遊休貨幣資本および、零細貯蓄の蓄積が高い水準にある場合、その中央銀行信用への依存は相対的に小さなものとなる。前者の資金需給構造は、日本型ともいいうるものであり、後者のそれは、アメリカ型ともいいうる構造である。

(二) 財政資金調達の一つの形態

ここで財政部門による資金調達について、ふれておく必要がある。なぜなら日本における本格的長期国債発行は、一九六五年に始まるものであるのに対し、アメリカにおけるそれ

は、戦時期から一貫し多少の変動はあるものの高い水準を維持している。そして、こうした国債発行の歴史の相異は、資金需給構造に変更を加えるものであるかのように思える。

しかし、財政資金の金融市場からの調達には国債に限られるものではない。財政部門の資金調達には次の二つの形態がある。第一のものは、いうまでもなくもともと一般的な金融市場からの財政資金調達の形態である国債による調達である。

第二のものは、郵便貯金、国民年金、厚生年金等の形態による資金調達すなわち、財政投融资のルートを通じる調達である。この二つの財政資金調達の形態の相違は、これまでの議論との関連でいうと、前者が金融市場からの調達、すなわち、遊休貨幣資本と零細貯蓄を源泉とする利用可能な資金一般からの調達であるのに対し、後者は、こうした形態で調達されなければ金融市場に流出したはずの零細貯蓄からの調達であるという点にある。すなわち、前者の形態での財政資金調達は、金融市場で企業部門の資金需要と競合する形での調達であるのに対し、後者の形態での調達は、零細貯蓄が金融市場に流出する前段階での調達、したがって財政資金の先取りの形態である。⁽¹⁾⁽²⁾

国債管理政策の二つの形態（浅田）

いずれの形態が財政資金調達の主要な形態となるかは、その国の財政構造の問題である。日本における国債発行以前の主要な財政資金調達のあり方は、第二の形態すなわち財政融資のルートを通じる調達であり、アメリカにおけるそれは国債発行である。

日本における資金需給構造の特徴は、企業部門の蓄積水準の低さから、遊休貨幣資本の規模が小さく、利用可能な資金は零細貯蓄にその源泉を求めている点にあった。財政投融资のルートを通じる財政資金調達は、こうした状況にみあったものであり、所得水準のわりには高い貯蓄率をしめす零細貯蓄をそれが金融市場に流出する前に財政資金に転化させる役割を果たしている。

一九七五年における家計部門の金融資産残高の内訳は表Ⅲのとおりであるが、ここでは財政投融资関連資産は全資産額に対し二〇・四%をしめるに至っている。国債がそこで占める割合と比較した場合、驚くべき高さである。こうしたルートで調達された零細貯蓄は、たしかにその一部は政府金融機関を通じて金融市場に利用可能な資金として還流するがその大半は公社・公団、地方公共団体に貸出金、出資金として向け

表III 家計部門金融資産残高
—1975年3月末

| 金融資産 | 残高(億円) | 構成比(%) |
|--------------------------------|---------------------------------------|---------------------------|
| 現金 | 82,346 | 5.3 |
| 預金 (郵便貯金) | 893,146 194,311 | 60.0 12.4 |
| 金銭貸付信託 | 83,628 | 5.3 |
| 保険 | 190,032 | 12.1 |
| 国民年金・厚生保険等 | 125,880 | 8.0 |
| 有価証券 (国債) (株式) (投資信託) | 168,495 97,492 48,261 22,742 | 10.7 6.2 3.1 1.5 |
| 出資金他 | 24,558 | 0.1 |
| 合計 | 1,568,085 | 100.0 |
| 財政投融资関連資産合計 | 320,191 | 20.4 |

(出所) 統計指標研究会『統計日本経済分析上』p. 211より作成。

表IV 国債所有者別残高にしめる中央銀行の構成比

| | 連邦準備銀行 | 日本銀行 |
|-------|--------|-------|
| 1962年 | 9.9% | 38.4% |
| 1963 | 10.4 | 34.2 |
| 1964 | 11.1 | 41.7 |
| 1965 | 12.3 | 37.5 |
| 1966 | 13.2 | 20.9 |
| 1967 | 14.3 | 9.6 |
| 1968 | 15.0 | 31.1 |
| 1969 | 15.3 | 34.8 |
| 1970 | 16.0 | 39.2 |
| 1971 | 16.6 | 31.9 |
| 1972 | 15.6 | 19.3 |
| 1973 | 16.7 | 21.0 |
| 1974 | 16.3 | 32.6 |
| 1975 | 15.6 | 39.1 |
| 1976 | 14.8 | 37.5 |
| 1977 | 14.3 | 30.8 |
| 1978 | 13.9 | 20.2 |

(注) 1. 連邦準備銀行の1962年1969年については6月末, 1970年~1978年については12月末。
2. 日本銀行についてはすべて3月末。
3. 日本銀行の国債残高には短期証券も含まれる。
(出所) 日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』昭和45年, 48年, 54年, 各版より作成。

が、しかし、その中央銀行信用との結びつきは、相対的にはあるが低い水準にある。表IVは、国債所有者別残高にしめる中央銀行の構成比を示したものであるが、そこで連邦準備銀行の割合は日本銀行のそれと比べるかに低い水準にある。したがってアメリカにおける財政資金調達、そのほとんどが、遊休貨幣資本、零細貯蓄によるものであり、中央銀行

られることとなる。したがって、財政投融资ルートでの財政資金調達を考慮に入れた場合、国債発行がなかったとはいえず、資金需給構造にしめる財政資金調達は、決して低いとはいえないのである。こうした形態での財政資金の先どり、それだけでなく中央銀行信用への依存度の高い資金需給構造を一層高くするものであることはいうまでもない。

他方、アメリカにおける財政資金調達の形態は国債発行である。この財政資金調達の資金需給構造に占める割合は、表Iに見られるように日本と比べ高い水準にあるが、しかし、その中央銀行信用との結びつきは、相対的

信用の拡大とは結びついてはいるものの、その依存度は日本に比しては低いといえるのである。

したがって、こうした財政資金調達形態の相異によっては、基本的な資金需給構造の構造的な相異は変化をうけていないのである。

(三) 金利規制の二つの形態

日本型の資金需給構造においては、その中央銀行信用への依存は大きくならざるをえないしアメリカ型の資金需給構造においては、比較的その依存は小さなものとなる。しかし、この資金需給構造にもとづく中央銀行信用への依存の程度の相異こそ、金利規制の二つの形態、すなわち、間接的な金利規制⇨低金利政策と直接的な金利統制⇨人為的低金利政策の相異をもたらす最大の要因である。

間接的な金利規制⇨低金利政策は、中央銀行信用の政策的な拡大による、金融市場の緩和を媒介とした金利の低下を意味するものである。しかし、中央銀行信用の拡大は、政策的な金利の低下のためのものであらうと、資金需給の構造的な要因にもとづくものであらうと、いずれもインフレーションの進展と結びつかざるをえない。そして、このインフレーション

の進展は社会的な限界をもつものであり、この限界は同時に、中央銀行信用拡大の限界でもある。

したがって、資金需給の構造的要因から、中央銀行信用への依存が大である場合には、間接的な金利規制⇨低金利政策のための中央銀行信用の拡大はより限定されたものとならざるをえない。逆に、中央銀行信用への構造的な依存が小さい場合は、間接的な金利規制⇨低金利政策のための中央銀行信用の拡大はより容易なものとなる。

しかし、金利規制の必要は、中央銀行信用への構造的な依存が大であるほどより大きいといえる。なぜなら、中央銀行信用への依存度が高いということは、他部門より供給される資金への依存度も高いことであり、こうした状況のもとでは金利もまた構造的に高い水準に押しあげられており、この構造的に高い金利水準は、企業部門全体の資金コストを引きあげ蓄積意欲を削減すると同時に、その国際的な競争力を奪うことになるからである。金利は政策的に低下される必要がある。しかし、中央銀行信用は、構造的な資金需要の高さに引きずられ限度いっぱいまで拡大されているため、間接的規制⇨低金利政策によるそれ以上の拡大は不可能である。

こうした状況において、残された唯一の金利の低位規制の手法は、強権的な直接統制 \equiv 人為的低金利政策以外にありえないのである。そしてこの金利の直接的統制は、金利が連動性をもち、一つの体系を構成しているものである以上、利用可能な資金のもっとも本格的な構成部分である零細貯蓄の金利統制にはじまる全金利体系の統制とならざるをえないのである。⁽⁴⁾

しかし、こうした金利の直接統制を余儀なくする資金需給構造のもとにおいては、さらに二つの問題が生ずる。その第一のものは、信用割当である。中央銀行はその信用拡大をインフレーションの社会的に許容されうる限度まで拡大しているため、もはや資金需要の一層の増大には、応じきれない状況にある。こうした状況の中では、すべての資金需要を満すことは不可能であり、したがってどの資金需要を満すかという選択が生ずることとなる。この場合の選択の基準は、どの産業部門がもっとも産業構造全体の中で戦略的位置を占めるかというものであり、こうした位置にない中小資本はこの信用割当から排除されることとなるのである。

第二の問題は、二重金利の発生である。金利は、直接的な

統制下になく、資金の需給関係に依じて自由に変動する体制のもとにおいては資金配分の指標としての役割を果している。しかし、金利が全面的に直接統制される体制のもとにおいては、こうした金利を指標とする資金配分機能は制約を受けざるをえない。したがって、こうした状況のもとでは、直接統制の対象外にある市場が大きく拡大するか、あるいは適切な市場がない場合には、新たな市場が生まれることによって資金配分機能を補完することになる。日本におけるコール市場あるいは銀行貸出に際しての「拘束預金」「にらみ預金」の設定による実効金利がそうしたものの代表例である。そして、こうした市場における金利水準は資金需給の実勢を反映したものととなる。しかし、こうしたいわゆる「自由性市場」は金融政策の有効性を制約するものとなるのである。

以上のことから明らかなように、金利の直接統制 \equiv 人為的低金利政策、信用割当、二重金利はどれも、中央銀行信用への依存度の高い資金需給構造の産物であり、したがってそれと不可分の関係にあるのである。

(四) 国債管理政策の二つの形態の限界

国債管理政策の二つの形態の相異、すなわち、財政危機回

避のための国債発行金利Ⅱ応募者利回りの押え込みの方式の相異は、これまで述べてきた資金需給構造の相異を前提として中央銀行信用への依存構造の相異、したがってまた、金利規制の方式の相異にもづくものである。ここでは、こうした二つの国債管理政策が、その形態の相異に依りて、どのように異った問題点を持つかを見てみたい。

金利規制が間接的規制Ⅱ低金利政策で起こないうる、資金需要構造をもつアメリカにおいては、国債発行は市場実勢金利でおこなわれるが、この場合、国債発行金利Ⅱ応募者利回りの押え込みはこの実勢金利Ⅱ流通利回りそれ自体を価格支持操作によって低位に規制することによって行なわれることとなる。しかし、こうした価格支持操作は中央銀行の資金需給の調節と対立したものにならざるをえない。たしかに間接的な金利規制をおこないうる資金需給構造をもつアメリカにおいては、中央銀行信用への依存度は、日本と比べ相対的に低いといえるが、好況期においてはその依存度は、上昇するわけであり、したがってこうした局面においては、中央銀行信用の供給は引き締められる必要がある。しかし、こうした局面においてこそ、国債の価格支持のための流通市場への

介入はまさに必要なものとなる。なぜなら資金需要が激しく、しかも中央銀行が引き締め政策をとっている状況のもとでは、国債の流通市場への売却は、資金調達の有効な方法だからである。中央銀行信用の拡大が抑制されるべきときに、国債の価格支持がしたがって中央銀行信用の拡大が必要となると、矛盾。これが間接的な金利統制Ⅱ低金利政策による国債金利Ⅱ応募者利回り押し込み方式のもつ最大の問題点である。

他方、金利が直接的に低位に統制されている日本においては、国債発行金利もこの人為的な低金利体制にくみ込まれ、それに連動する形で統制されることとなる⁽⁵⁾。しかし、こうした低利国債は流動化不可能である。なぜなら、流通市場は実勢市場であり、そこでの流動化は、大きな売却損を被ることとなるからである。したがって、ここに中央銀行信用が登場することとなる。

しかし、日本の資金需給構造においては、中央銀行信用の拡大の余地はありえないはずである。企業部門の資金需用が激しいだけでなく、遊休貨幣資本の蓄積も小さく、零細貯蓄は財政投融资ルートからの財政資金の先取りによってその規模を縮小されており、したがって中央銀行信用への依存はき

わめて高かったからである。日本における国債管理政策の問題点を指摘する前に、こうした資金需給構造のもとで、国債発行を可能とした要因をまず見ておきたい。

表Vは、全国銀行・銀行勘定における設備資金と運動資金の貸出残高の推移と個人資金の推移を比較したものである。それは資金需給構造の総体を表わすものではないが、その基本的な変化は示しているように思える。

貸出残高においては昭和三〇年代の伸び率は二八二であるのに対し四〇年代の伸び率は七六一である。したがって資金

表V 全国銀行貸出残高と個人預金残高の推移

| | 貸出残高 | | 個人預金 | |
|----------------------------------|-------|-----|-------|-------|
| | 指数 | 伸び率 | 指数 | 伸び率 |
| 昭和 ³⁰ ₃₂ 年 | 100 | 282 | 100 | 409 |
| 35 | 163 | | 262 | |
| 40 | 382 | 761 | 509 | 1,353 |
| 45 | 786 | | 1,143 | |
| 50 | 1,766 | | 2,743 | |
| 53 | 2,370 | | 4,101 | |

(注) 貸出残高については昭和32年が基準年。
 (出所) 日本銀行『経済統計年報』昭和45年版, 53年版より作成。

需要は飛躍的に拡大しているといえる。しかし他方、個人預金残高の伸び率は、三〇年代が四〇九であるのに対し、四〇年代は一、三三三である。したがって個人預金は貸出残高以上の激しい伸びを示しているのである。貸出残高が資金需要を、個人預金が零細貯蓄の基本的な変化を表現しているとなれば、こうした零細貯蓄の拡大こそ、日銀信用と結びついた国債発行を可能としたものなのである。

したがって日本における国債管理政策の第一の矛盾は、まさにこうした零細貯蓄の拡大の範囲に国債発行額がある限り、日銀の信用拡大は許容しうるインフレーションの範囲にとどまりうるが、国債発行額がそれ以上に増大した場合には、「強制保有」させた国債を日銀が買い入れることができないという形であらわれてこざるをえない。

こうした矛盾は、第二の矛盾と結びつく。直接統制下にある金利体制のもとで、それに連動して決定される国債発行金利の下限はシンジケート団金融機関の資金コストである。すなわち、統制金利である預金金利に人件費、物件費を加えて算出される資金コストがその下限であり、それ以上の国債発行金利では、一年間とはいえ、その保有自体が金融機関にと

って赤字要因となる。他方、金融機関の個別資本としての目録は、運用資金利回りから、この資金コストを控除した、いわゆる「利ざや」である。したがって、国債の一年間の保有は、国債発行金利が資金コストを割っていないという意味では保有可能であるが、運用資産利回りを引きあげ「利ざや」を拡大する要因とはならないという意味では不満の残るものである。しかし、各金融機関がその資金シェアに応じて保有している限り、競争条件は対等であり、許容しうるものである。しかし、日銀の国債購入が、制限される段階では、国債保有は長期的なものとならざるをえない。したがって、それは「利ざや」の拡大を追求する個別資本としての金融機関を「利ざや」の拡大に貢献しない国債の保有機関に悪化させてしまうこととなるのである。⁽⁶⁾

このように国債管理政策は、その矛盾のあらわれ方がその形態に応じて異なるにせよ、いずれの場合も中央銀行信用の拡大の制限に基本的に制約されたものである。

(1) 政府保証債は形式的には、財政投融资ポートの調達であるが、本質的には国債と同じ金融市場に流出した資金からの調達である。

(2) この財政資金調達の二つの形態においては、それが金融市

場に流出した利用可能な資金一般からの調達か、金融市場に流出する前段階での調達であるかの違いから、財政資金の調達コストも異なってくる。

(3) 日本における国債発行以降の財政資金調達は、こうした二つの財政資金調達の形態が重層化したものである。しかし、財政投融资については、とりわけその運用面において、政府系金融機関などに見られるように高成長期にはそれなりに重要な役割を果たしたが、低成長への移行に伴いその役割の縮小が余儀なくされている機関も見うけられる。そうした変化を示すものが資金運用部余資残高の増大であるが、それは現在の国債管理政策のあり方を規定するものともなっている。最近の日銀の買オペ制限のもとで流通市場において流動化されるに至った金融機関保有国債の価格支持にこの増大した資金運用部余資が利用されているという事態がそれである。しかし、こうした価格支持は中央銀行によるそれと異なり、日本の財政資金調達の特殊性に由来するものである。したがって、こうした意味では国債管理政策の形態は、金融構造のみでなく財政構造の特殊なあり方によっても規定されざるをえないのである。

(4) 中島氏は低金利政策と人為的低金利政策の相異を次のように述べておられる。「低金利政策は、一定の条件さえ整っていれば、直接的・強制的な方法によることなしに、金利の市場原理を通して、政府・日銀の主導により低金利を実現することができる。その条件とは、まず第一に、生産余力が存在して企業の資金需要が停滞しているときに政府資金散布が継

統的にかつ民間の資金需要以上に行なわれること、第二に、遊休資金が存在して、市中金融機関に集中している遊休資金が国債投資に向うかそれとも民間投資へ向かうかの自由な選択権が残されていること、この二つの条件が満たされている場合、国債オペレーションによって低金利体系を実現することができる。……しかしながら、この条件がなくなつたとき、直接的統制を伴わない低金利政策の時代は終りを告げる。そして、金利の市場原理が生かされた低金利政策から、直接的・強制的な人為的低金利政策へ移行する。」(前掲「日本の国債管理政策」七三頁)。

金利規制の二つの形態を、生産余力の存在・企業の資金需要の停滞と遊休資金一般の形成という視点からとらえようとする。こうした指摘は重要である。しかし、その場合、生産余力の存在・企業の資金需要の停滞と遊休資金一般の形成との関連を遊休貨幣資本、零細貯蓄の形成を媒介させて結びつけておくことが必要であると同時に、その関連を循環的視点と構造的な視点から位置付けなおすことも必要であろう。なぜなら、生産余力の存在・企業の資金需要の停滞と遊休資金一般の形成は、不況局面の資金需給関係の特徴であると同時に成長と発展を基調とする資本主義と対比して停滞基調にある資本主義の資金需給関係の構造的特徴でもあるからである。そして、金利規制の二つの形態はこの構造的な資金需給関係に規定された中央銀行信用のより一層の拡大の現実的可能性と関わっているからである。中央銀行信用のさらなる拡大がすでに、この構造的な資金需給関係によってインフレーション

の社会的に許容されうる限度まで拡大されているとすれば、そこでの金利規制は直接的統制Ⅱ人為的低金利政策とならざるをえないし、逆に構造的な資金需給構造が中央銀行信用の拡大の余地を残すものであれば、間接的統制Ⅱ低金利政策となるのである。

(5) 中島氏は財政資金調達金利が人為的低金利体系の中軸になると主張される。たとえば、日本の昭和三〇年代については「財政投融资原資の安価調達要求が低金利政策の推進動機となり、郵便貯金金利は対顧客預金金利の中軸となり、政府保証債の発行条件は金融債、事業債の発行条件と連動してこれが貸付金利の中軸となつた」「長期国債が発行される昭和四〇年代においては人為的低金利政策はいっそう徹底したものととなる。……財政法第五条の制限により金融機関は割当発行された国債を一年間だけ保有せねばならない。このため、金融機関が低利国債を一年間保有することが容易になるように、人為的低金利政策が推進される。また、この政策は低利国債の発行を容易にするものであつた」(前掲「日本の国債管理政策」二二三頁)との指摘がそれである。

しかし、財政資金調達金利の低位化はあくまでも統制的な金利規制Ⅱ人為的低金利政策を必要とする資金需給構造のもとで形成される規制金利体系に組み込まれることによって実現されるのである。財政資金の調達がそうした資金需給構造の固定化の要因となることは事実であるが、財政資金調達金利に連動して他の諸金利が統制下におかれるのではなく、統制下におかれている人為的低金利体系のもとに財政資金調

達金利が組み込まれることにより、
よって財政資金調達金利低位
化が実現されているのであ
る。

(6) こうした状況においては、
シンジケート団金融機関の有
価証券関連損益は悪化せざる
をえない。とりわけ、資金量
シェアに対して引受シェアが
高すぎるとの不満がある都市
銀行においては有価証券関連
損益の悪化は重大問題となら
ざるをえない(付表A、B参
照)。都市銀行側からの実現
の要求の強い①全面公募入札
発行への移行(国債発行金利
=応募者利回りの自由化)、
②引き受け後一年間の売却制
限の撤廃、③金融機関による国債の窓口販売、デイトリリング
の実現、④資金運用部余資を利用した運用部引き受けの増額
などは、こうした日本の国債管理政策の矛盾を反映したもの
である。

付表A 国債引受シェアと資金シェア (%)

| | 40年度 | | | 54年度 | | |
|----|-----------|-------|------------|-----------|-------|------------|
| | 引受 シェア | 除証券 | 資金量 シェア | 引受 シェア | 除証券 | 資金量 シェア |
| 都銀 | 41.6 | 46.2 | 34.3 | 38.0 | 42.2 | 27.2 |
| 長信 | 9.9 | 11.0 | 6.8 | 9.1 | 10.1 | 7.0 |
| 地銀 | 20.5 | 22.8 | 19.4 | 17.8 | 19.8 | 18.8 |
| 信託 | 3.6 | 4.0 | 11.9 | 6.0 | 6.7 | 14.7 |
| 杆互 | 3.6 | 4.0 | 8.8 | 4.5 | 5.0 | 8.7 |
| 信金 | 3.6 | 4.0 | 8.5 | 5.0 | 5.6 | 10.8 |
| 農中 | 3.6 | 4.0 | 3.4 | 4.0 | 4.4 | 3.7 |
| 生保 | 3.6 | 4.0 | 5.7 | 4.6 | 5.1 | 7.4 |
| 損保 | — | — | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.7 |
| 証券 | 10.0 | — | — | 10.0 | — | — |
| 合計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

(注) 資金量シェアは40年末及び54年末。
(出所) 住友銀行『経済月報』1980/3.4, より

付表B 都銀決算の推移 (単位、億円)

| | 52/上 | 52/下 | 53/上 | 53/下 | 54/上 |
|----------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 経 営 利 益 | 2,493 | 2,663 | 3,159 | 2,722 | 1,722 |
| 有価証券関係損益 | 367 | 763 | 868 | △ 155 | △ 789 |
| 有価証券 売却損・償却 | △ 120 | △ 111 | △ 111 | △ 1,196 | △ 2,810 |
| 有価証券売却益 | 485 | 874 | 979 | 1,041 | 1,821 |

(注) 54年上期における有価証券売却損・償却にせめる国債売却損・償却
は2,495億円。
(出所) 住友銀行『経済月報』1980/3.4, より。

国債管理政策の二つの形態(浅田)

日本のおわりに
日本の国債管理政策は、現在大きな変化をとげつつある。
国債種類は多様化し、日銀の「買オペ」制限とともに流通基
場での流動化も始まり、財政資金(資金運用部資金、国債整理基

金)がそこでの価格支持をおこなうという変則的な事態も生じつつある。表面的には、たしかに英米型の国債管理政策に近づきつつある。この変化が、日本の国債管理政策の矛盾を反映したものであることは明らかであるが、しかし、他方でこうした国債管理政策の形態を規定した資金需給構造の構造的な変化を伴っていることも十分予想しうる。現在の日本の国債管理政策がどの程度、この構造的な変化に規定されたものであるかは、大いに検討の余地がある。

しかし、いずれにしてもその転換が財政赤字の継続と中央銀行信用への依存を前提としたものである以上、その将来は明るいものではないであろう。国債管理政策による財政危機の「調整」ははじめから限界をもったものなのである。