

公社債市場の機能を再考する

——超金融緩和政策があぶりだした市場努力の限界——

小林 和子

要 旨

財政・金融・証券の三大領域が不可分に重なり合う分野として、公社債市場は本来の純粋な証券市場として機能を発揮する以前に、相当に大きな幅をもって財政・金融からの政策的な影響を受け、良く言えば弾力的に、悪く言えば市場機能を押し潰されて、活用されてきた歴史を持つ。第2次世界大戦前の平時期には株式による自由な資金調達と並んで、銀行債を中心とした債券発行市場もあった。小規模市場が発展を模索した時代である。しかし準戦時～戦時期は一転して巨額の戦時国債（戦費、時局匡救、植民地経営）の円滑な消化とインフレ抑圧の国家規模の枠組みの中に公社債市場は組み込まれた。第2次世界大戦後はほぼ無策のまま戦後インフレーションの進展により堆積した戦時国債の処理問題は消失するという僥倖を得た。その後は株式市場に比して自由化を遅らせた公社債市場の平時の発展を可能にする正常化がほぼ50年間にわたって目標とされた。

この目標が達成されたところに、企業の旺盛な資金調達の意欲は衰微し、代わって再び、（平時の）国債発行が強化して現在に至る。戦争という異常・危急の事態の下ではなく、平時であるのに異常・危急の事態の下で、公社債市場の機能発揮は圧迫されており、対処の方法は見つけ難い。市場の努力では打開不可能な状況に対応する方法はあるのか。

目 次

- | | |
|----------------------|---------------------|
| はじめに | 3. 超金融緩和期の資金循環 |
| I. 第2次世界大戦前の日本公社債市場 | III. 市場の機能はどこにあるのか |
| 1. 明治, 大正, 昭和の平時期 | 1. 異次元金融緩和の意味するもの |
| 2. 準戦時, 戦時期 | 2. 金融政策による経済成長戦略の限界 |
| II. 第2次世界大戦後の日本公社債市場 | 3. 国債発行・保有 |
| 1. 昭和20～40年 | 4. 社債等 |
| 2. 昭和40年代～平成9年前後 | 5. 市場の機能発揮を求めて |

はじめに

最初に健康上の理由で資料を精査して論文を書くことができなくなったことをお詫びせねばならない。視力の悪化で細かい数字や活字資料を読むことが困難になった。そのため証券関係の歴史資料集を編纂し、公社債市場の歴史を理解しようと努めてきたこれまでの経験と、新聞及び若干の雑誌記事という極めて限られた直近の資料に拠るのみの、危うい立論に止まることをお許しいただきたい。それでも書き留めておきたいのはこの数年の日本の公社債市場の現状に尋常ならざる展開を感じるゆえである。

財政、金融、証券の三領域が不可分に重なり合う分野として、公社債市場は大きな幅をもって弾力的に活用されてきた歴史を有する。第2次世界大戦後70年の後半期には本来あるべき市場性を具備し、各種ファシリティーズの能力を高めてきたといえるが、現在はその存在意義が再び問い直されているように思われる。日本の公社債市場約140年の歴史を顧みて、現在の硬直化した状況は第2次世界大戦中に市場性を否定され、国家目的のために資金の効率的調達機能のみに活用された時期に対比される閉塞状況ではないか。

I. 第2次世界大戦前の日本公社債市場

公社債市場約140年の歴史の半ばを占めるこの時期は「小規模な市場の形成と発展期」と「国家統制による市場の死」として把握することができる。まずはこの性格の異なる2つの時期を通して見ることで、公社債市場に関して

「市場とは何か、市場の機能とは何か」を考えたい。

1. 明治、大正、昭和の平時期

近代日本最初の債券発行例は中央政府の交付公債（明治6年）である（旧藩債務整理のための新旧公債）。実はそれ以前にロンドン金融市場における外債発行が歴史的事実としては挙げられるが、これは騙されたような形で借金を公募証券発行に置換したものであり、自立した政府の自由意思による発行、あるいは確固とした発行希望と発行条件の認識に基づいた発行とは言い難い。これに対して交付公債は、明治維新により成立した国家の中央政府が旧体制関係者を整理・慰撫するための重要な体制変更を成し遂げるための、強い発行意図に支えられたものであった。すなわち、ここで最初の発行者が顕在化したのである。発行者側の資金調達の必要（交付公債であるため現象的には資金支払いの延期の必要）を最も強力な要素として、この債券発行は成立した。発行市場の組織や市場仲介者は存在せず、存在する必要もなかった。交付の相手方、すなわち債券の受領者（受領後は保有者）は予定されており、発行者と受領者（保有者）が明確であることが、この債券発行の成立要件で、その後の流通市場は想定されていなかった。

しかし、一度発行されれば、債券は現存の社会的資産となり、保有者が換金の場を求める可能性がある。交付公債の保有者は、一部はこれを出資金に充当して事業を起し、一部は生活資金を求めて換金した。換金希望が増え、恒常化すれば、自然発生的な流通が起り、流通仲介機能を果たすものが登場し、やがては市場を形成した。近代日本に最初に登場した株式取引所

(明治11年創立の東京株式取引所及び大阪株式取引所)は公債の流通を組織化し、当局の一定の管理下に置くことを当初の目標として設立された。すなわち「公債取引所」として出発し、貨幣制度確立前のインフレーション期を経過して公債価格も金銀貨幣価格も安定したあたりで、新興の株式に取引の中心を譲った。資金調達のための発行希望に対して、市場機能のもう一方にある資金運用・投資の希望が強く出てくるには、その前提となり基盤となる社会的遊休資金の形成が必要である。明治23年に「初の資本主義的恐慌」が観測され、その前の5～6年に熱狂期があったことから、見るべき社会的遊休資金の形成はインフレーション期終了の前後からと考えて良いのではないか。

債券の公募は国内では起業公債(明治11年)から始まり、限定的引受、シ団引受、郵便局引受、一般公募へと多様化した。地方債は長崎市水道敷設公債(明治22年)から、社債は大阪鉄道社債(明治23年)から発行が開始された。明治19年の整理公債条例により、従来のバラバラな各種公債の発行条件が整理統一され、公債以外の債券発行条件に規範を提供することになった。また明治30年代に行われたロンドン市場における日本の外債発行は同市場の担保主義に従い、これを規範として日本国内の社債発行は明治38年担保付社債発行法により行われた。戦前期に一貫する民間社債発行の有担保主義の確立であった。債券の発行市場は明治43年の国債公募のシ団引受に証券業者が下引受で参加したことから、発行希望者と保有希望者の間に、引受者(元引受と下引受)が介在するという輪郭がほぼ確立された。続く大正期には、第1次世界大戦中の好況期に一時的(大正4～6年)にはあれ東京市場がロシアや英仏などの諸大国が

起債するまでに急伸長した。

ここまでの公社債市場にとっては発行を円滑に行わせるための発行市場の機能と機構こそが市場の概念の大半を占めたといえる。発行希望者は中央政府、何段階にも及ぶ地方政府、銀行・金融機関、各種事業会社まで、最大規模の中央政府から最小は地方の水利組合まで、数百、数千にも及んだ。他方、多種多様の債券の流通の場はほとんどなかった。証券あるいは証書の形が採られたにしても、債券の基本的性格は(それまでの長い時代存在してきた)融資の変型であり、満期まで保有することが暗黙の前提であって、表面利回りから見ても保有し続けることが悪い投資ではなかったと思われる。また国債に関しては銀行借入れの良い担保にもなった。戦前平時期を平均して見ると銀行借入れは不動産担保、有価証券担保(中心は国債)、及び人的保証(信用貸し)がほぼ各3分の1であったといえる。一部に換金需要があった場合、その債券を売り出した金融機関や証券業者が引取ることもあった。

とはいえ国債に関しては、さすがに大正年代に、休眠状態にあった株式取引所内の国債取引の活性化が求められ、株式の取引場所とは別に国債市場が開設された(大正9年9月、国債市場分設、国債・地方債・社債・外国債等を売買)。しかし取引規模はさして大きくならないままで、上場銘柄数だけが増えるという形式性の強い市場に止まった。そもそも銘柄数が非常に多く、取引単位もばらばらな債券の流通取引は組織化された市場にはあまりなじまないことが、すでにして映し出されていた。

民間債券発行者の雄であり、引受シ団の最有力構成者であり、大規模保有者・投資家でもあった日本興業銀行が編纂した『全国公債社債

公社債市場の機能を再考する

明細表』(明治42～昭和37年発行)が端的に示すように明治末年以降の公社債発行の種類・銘柄は非常に多様化し増大し、公社債の発行市場は急速にその形を整えて現出し、拡大していった。対照的に公社債の流通市場がなかなか拡大されなかったのは、先に述べたように満期保有と担保運用が主たる保有・投資目的であったことにある。流通市場は現在のように高度金融技術を生み出すような機能をまったく持たず、またそのような機能が必要ともされなかった。

2. 準戦時・戦時期

昭和6年後半期の英国の金本位制離脱と日本自らの満州事変を引起した行為とで、以後の日本の政治・国際関係の体制は戦争への扉を開いて引き返すことはなく、財政・経済の体制は戦費・植民地運営・時局匡救のための赤字国債発行開始とその拡大の道を進んだ。赤字国債の発行が15年にも亘り継続することは予想されておらず、当時の日銀深井英五総裁の発案で「日銀が赤字国債を全額引受する」⇒「政府支出が市場を潤して金融機関に還流する」⇒「その時期を見計らって日銀保有国債を金融機関に売却する」という「タイムラグ」の作用発揮を肝要とする日銀の国債オペレーションが実行され、成功した。この方式であれば市中に存在する過剰・遊休設備を活用しうる限りインフレーションは生じえないと考えられた。しかし当時の政府の掲げた先述の三大国家目標のうち短期か中期で片が付くのは時局匡救のみであろう。期間の長期化を予想せざるを得ないとすれば赤字国債をめぐる日銀オペレーション・システムは「戦勝までは恒久化」することになる。この恒久化の過程で経済全体が(政治・社会・文化全体の中で)戦時統制の論理に屈していった。

金融に関する統制はまずはその価格、すなわち預貯金金利の引下げ(第1次:昭和7,8年,第2次:11年)から始まり、早い段階で最低金利に固定化された。いうまでもなく大量の赤字国債発行のコストを抑制するための措置であるが、その戦時金利体系の最低ラインである長期国債(10年物)の表面金利が3.5%であったことは現在から見ればなかなか興味深い。筆者はこれまで「3.5%の戦時金利水準」を市場の需給と切り離された統制金利、戦争遂行のための「国家目的金利」として捉え、市場は価格決定機能を失った、市場はその中核に於いて死んだ、と考えてきた。しかし、現今の超金融緩和政策、ゼロ金利政策、マイナス金利政策の恒常化と比べてみれば、3.5%水準は国債保有・投資の果実として立派だといわざるを得ない。その国債で得た資金の大半が戦費として血煙の中に消えていった現実と、年々3.5%の利子を支払い続けた現実とはパラレルワールドのような感覚を覚えさせる。国債の保有に対する対価という面では、この時の市場はあえていえば厚遇されていたのではないか。

ただし、その「厚遇」以外の面では市場の機能は多く否定された。発行は法的手続きの後は政府の希望で一方向的に発行日と発行額が決定され、発行条件(金利と日銀引受方法)は固定化され、市場が口をはさむ余地はなかった。否、赤字国債の日銀引受発行に於いては政府とその一部にすぎない位置づけの日銀との関係のみですべてが終了し、市場は関わらない。発行終了後に日銀の市場に対する売りオペレーションが行われるが、市場(金融機関)にはこれを拒否する権利はない。金融機関の融資・投資の側から見ればほぼすべてが政策協力型であり、統制下の融資・投資で利益が抑制され、金利も配当

も狭い範囲内に抑えられ、競争が無く、自由に高利益を追求することが不可能な状況にあった。この環境下では3.5%の金利水準は決して高くはなかったにせよ市場にとって必ずや確保しておくべき兵糧米であったと思われる。統制経済とは金融面ではとりわけ適正価格、適正利潤という名目の低価格、低利潤であったといえるのではないか。

国債という金融商品の証券性に焦点を当てるならば、3.5%の年利は確保されているものの、その他の面ではほとんど動きがとれないものとなった。流通は昭和17年までは抑制されてはいないが、すでに7年の段階で流通市場で形成された価格（時価）に関わらず取得価格で資産計上することとなった（7月、国債の価額計算に関する件による国債標準価格の設定）。時価を反映させないことは市場の無視であるが、資産価格の保全という側面は証券性を持たない資産保有者の権利保護ともいえる。無視された流通市場は昭和17年に明確に取引所取引における国債流通の禁止措置が採られ、国債の流通証券性は事実上否定された。もっとも、巨額の現存国債の流通希望を完全に圧殺することはできず、希望があれば仲介業者が機能を発揮した。この点では市場機能の完全な圧殺は不可能であり、主要な債券取引業者（当時の五大証券など）の店頭では相当量の国債取引が行われていた。戦争末期には金融機関は軍需融資命令に応えるために手持ちの膨大な量の赤字国債を担保として日銀融資を受けるに至った。流通市場による換金の道は封じられても日銀借入れの担保使用が可能であれば、国債の証券性（あるいは担保資産性）はそれなりに保全されたといえることができる。

戦時体制下ではこのように赤字国債のほぼ無

制限・大量発行を最大限に強力な起点とする「戦時国債型資金循環」による遊資吸収と、幅広い物価・賃金統制及び消費抑圧と生活必需品不足により、インフレーションの顕在化は防遏された。当然ながら、一部に強いインフレ懸念を孕みつつ、また戦争末期にはジリジリと配給統制外の商品の闇価格の上昇が見られはしたが、インフレ地獄の蓋ははまだ閉じられたまま終戦を迎えたのである。

同じ時期に国債以外の債券種類にとっては発行統制が極度に強まった。国債発行が低金利と日銀引受という鉄壁の備えでほぼ完璧な自由度を確保されたのに対して、そのしわ寄せでその他の債券種類の発行は極めて狭隘になった。中では準国債というべき政府保証債や戦時特別金融機関と化した日本興業銀行などの債券発行は優遇され、一般事業社債にはさらに金融機関融資の選別と同様の融資準則が適用され、証券業を初め娯楽・奢侈品等不急不用業種の資金調達是不可能になった。厳しい制限を潜り抜けて発行が可能になった場合も、銀行融資と同じく有担保主義と、興銀を中心に多くの銀行が構成する引受シ団引受に縛られた。社債等は国債のような明確な流通禁止措置は取られなかったが、もともと流通は少なく、投資家（多くは金融機関）にとっては長期融資に近い性格の金融資産として、流通換金の道が途絶えてもさして痛痒を感じなかったと思われる。実際に、長期固定融資の社債化も従前からしばしば見られたのである。

戦時国家目的の達成を最優先とする戦時財政金融政策の下で証券及び証券市場の機能が多少とも求められたのは株式市場に対してであり、債券市場にはほぼ何も期待されなかった。統制から零れ落ちた自由資金が集中するであろう株

公社債市場の機能を再考する

式市場には生産力拡充資金の調達機能と、流通市場における公定価格の公示機能（戦前法には明確な規定があった）が求められた。しかし、国債による戦時クラウディングアウトで極度に狭隘な規模に押し込められた債券は、形式は証券であったとしても、実質は融資の変型といってよく、金融の枠組みの中に封じ込められた形となった。歴史的にも、絶対王政の国王の私債が公債化されたように、債券には本来、融資の証券化の側面があり、環境条件によっては容易に再融資化が生じうる。戦時という最大の変化はこれを特別容易に生ぜしめる装置であったということができる。

Ⅱ. 第2次世界大戦後の日本公社債市場

1. 昭和20～40年

第2次世界大戦終了後の日本経済はほぼすべての面において、かつてないほどの大規模な価値転換を経験した。敗戦の結果、最も進んだ資本主義経済と民主的な政治機構を備えた米国を中心とした占領国軍の支配下に置かれた日本は、政治的には統帥権を持つ天皇制を象徴天皇制に転換させて立憲民主主義国家となり、経済的には戦時統制経済の廃止と民主化へと舵を切り替えることを強制された。これを象徴する戦後の三大経済改革は農地改革、労働改革、財閥解体である。日本の戦後証券市場にとって最大の影響力があったのは最後の財閥解体であり、これによる財閥保有株の市場放出を基盤として一般大衆の株式保有が一気に進んだ。

しかし公社債市場にはその影響は無いに等しかった。財閥保有の社債は僅かでもあり、有期

の債券は満期償還で存在を消した。何より昭和20年末から24年にかけての戦後インフレーションの進行で、現存債券の実質的価値はほぼ100分の1に減少した。資産価値が100分の1になったということは保有者にとってはほぼゼロになった、価値が消滅したというに等しい。無論、預貯金も同様であったが、実質価値が減りつつあったとはいえ預貯金が生活費である個人には生存ギリギリの線であれ毎月の引き出しは可能であった。株式には額面があり、倒産せずにいれば会社の現実資本の価値がインフレ下で高く評価され、それなりの株価が付いた。戦中まで50円の額面で60円の株価が付いていたものが戦後60銭に下落することはなく、むしろ上昇した。とはいえ現物資産・商品の価格が数年で平均100倍となったのに比すればこの間の株価の上昇は5～10倍の程度にすぎない。この「相対的低位」からの出発がその後高度成長期を幾度も経験する過程で、長期上昇へのバネとなったのである。

公社債はこのようなわけには行かなかった。発行者にとって債券は債務であり、インフレーションによる保有者の資産価値減少は発行者には債務価値の減少である。すなわち、戦末期までの膨大な発行国債の堆積と、戦後の新財政法で新規国債発行が原則禁止された後の「準国債」たる復興金融金庫債の堆積の処理は、インフレーションの恩恵を受けた。特に戦時国債は、国家を破綻せしめるかもしれない償還問題から、手を拱いたまま免れ得たのである。民間社債も状況は同じであったが、量的には僅かであるから、債券償還問題が実質的に消失したとしても、それが企業の再建に大いに役立ったと見ることはできないだろう。しかし国家は、敗戦後に背負った戦時国債発行の利払い・償還の

重荷を戦後インフレーションにより数年で降ろし、これを奇貨として超均衡・健全財政の基礎固めをした。インフレによる大幅な減価の強行がなければ、3.5%の利払いと年々増大する償還必要額に対して政府はどうすることもできずに破綻に瀕したであろう。

昭和20年から24年の足かけ5年に亘る、平均100倍のインフレーションは、国家と国民を苦しめはしたが圧殺することはなく、復興期、価値の逆転期、変革期であったが故に、インフレーションの克服が経済復興の象徴となりえたのである。非常に窮迫したとはいえ自助努力で克服することができた程度のインフレーションで終わったことには、強い復興需要があり生産が何とか回転し続けていたことが大きく寄与したものと感じる。

戦後の財政法は出資国債などを例外として、実質的に国債の新規発行を認めなかった。建設国債の発行開始は昭和40年代である。政府保証債も当初は認めず、戦前来の銀行債・金融債も整理されて長期信用銀行法に一本化され、一般事業債には厳しい起債調整が続いた。株式取引は取引所再開禁止時の場外の組織的集団取引を吸収する形で昭和24年5月に新設取引所が戦後の取引を再開したが、国債取引を行わせたくなかった政府・大蔵省の意向で債券は上場されなかった。昭和31年になりようやく事業債が上場されたが、形式的な値付け機能を示すための最低限の売買に止まった。この時期に市場性を持ったのは電信電話公社債のみといえた。すなわち、規制された債券の発行はあれども自由な発行市場はなく、債券の流通はごく一部に限られた。こうした「市場の不在」の影ともいえるべき部分で、債券保有者の需要から取引仲介者がグレイマーケットを生み出し、現先取引を開発

して行い始めたことは注目される。

2. 昭和40年代～平成9年前後

国債新規発行を実質的に封じられた戦後20年を経て、赤字国債・建設国債の発行が開始された昭和40年度以降は、マスコミの当時の表現を借りる試みをするならば「国債を抱いた経済」が現在まで一貫して継続している。これをあえて平成9年で区切るのには、日本経済の資金循環に（不可逆的かどうかは不明であるが）決定的なイベントが生じたことを重視した故である。高度経済成長を繰り返した時期には各経済部門間の関係には、①家計部門が恒常的な貯蓄過剰・資金余剰部門であり、他の部門に対する恒常的・最終的な資金提供者であり、②企業部門と政府部門は恒常的な資金不足部門として家計部門資金の提供を受ける、③金融部門はその仲介機能を果たす、④（家計・政府・金融・国際機関を含む）海外部門は（その個別の部門の性格により）資金提供者にも需要者にもなる、という明確な性格の区分が看取された。しかし、高度経済成長の終焉、バブル経済崩壊後10年足らずのうちに、企業部門は資金余剰部門となり、現在に至っている。資金不足部門は政府部門のみとなった。

昭和40年度に赤字国債の発行が開始されたが、もちろん戦時のような赤字国債の日銀引受ではなく全額市中引受で、発行後1年以内の国債の売買は禁止された。発行に合わせて昭和37年4月以降事実上停止されていた公社債の取引所取引も急遽再開され、新規国債も上場されたが、昭和40年代は他の債券と同様に形式的な値付け取引が行われたにすぎなかった。実質的な取引は場外で、統計にも表れない現買い先売りのような方式で行われて拡大し、昭和51年には

「現先取引」として大蔵省に「承認」されるまでに至った。

この上で昭和50年度から国債の大量発行時代が始まる。大量の、恒常的な国債発行が存在すれば、これを確実に売捌き、投資家や保有者が満期保有すると共に、中途換金や、既発債運用の様々な方法に活用しうる金融商品としての性格が注目され、運用技術が磨かれることになる。発行市場はどれだけ拡大しても基本は単純な新規資金吸収の市場であり、プロの引受シ団構成者が最終投資家のニーズを的確に認識していれば、スムーズに展開する。家計部門の資金余剰傾向は長年にわたり恒常化し、(過去の資金蓄積と現在の収入継続見通しに基づき)覆ることはないであろう。直接利回りから見ても金利自由化が進行する中でも国債には十分に安全資産として妥当な評価が与えられた。これに対して、流通市場は昭和50年以降の20年余りで驚異的な量的発展を遂げると共に、短期・中期の資金運用の場として各種の技術的な進化を進めた。かつての先進取引手法であった現先取引をはるかに超えてレポ取引、現金担保付債券貸借取引など債券取引を中核とした金融取引技術が急速に展開した。

国債以外の債券は全体としての金融・証券自由化政策の中で自由化が進み、とりわけ一般事業債の発行規制が緩和され、最終的には平成8年から完全自由化された。債券市場の戦後は終わった。この時点までで戦後50年が経過している。一般事業債にとっては発行市場の自由化が市場機能にとってほぼすべてで、流通市場にはもともと多くが期待されていない。そして発行市場の自由化がようやく達成されたころには企業部門全体としてはすでに資金余剰部門になっていた。

「国債を抱いた経済」の最初の30年余りは、まずは国債が存在し、国債を中心とした平時の債券市場が円滑な発展を遂げ、発行市場も流通市場も質量ともに拡大し、経済的機能を基本的に発揮しえた時期であったといえる。バブル絶頂期には税収の自然増が大きく、国債新規発行ゼロが可能になりそうな時期もあった。戦前戦後140年余りを通して最も安定した債券発行・流通市場を構築しえたのである。しかしこの段階以前、昭和57年頃には日本の国富としてはすでに実物資産よりも金融資産の方が多くなっていった。当時、筆者はこれをどう解釈すべきか明確にすることができなかった。その後30年を経て、現時点から振り返ってみた時に、耐用年数が来て廃棄・更新されざるを得ない実物資産に対して、過去の労働・生産の産出した剰余が蓄積された金融資産は、戦後インフレーションが整理されたのちには大きくその価値を毀損されることなく、預貯金、投資・運用の結果増額し、またこれを繰り返して増額して、過剰状態を現出した、その最初の微候がこのあたりで感じ取られるべきだったのではないかと思われる。安定した市場が構築され、運営されていた背景に存した増え続ける資金運用対象探しが、現在につながる金融資産の保有が利益を生み出さない時代の幕開けになっていたのではないだろうか。

3. 超金融緩和期の資金循環

バブル経済崩壊後の低迷期から抜け出せない状況への打開策として市場の自由化は継続したが、他方で低迷の直接的結果として銀行経営の危機、証券経営の危機・破綻に、早急な対応が要求された。一部の大銀行・大保険・大証券の経営破綻、規模の大小を問わず進んだ経営再

編、公的資金の投入その他は、この時期の特色が金融市場仲介者と仲介機能が政策当局の手で介入再編されたところにあったことを示す。

この過程は同時に、介入者・調整者としての政府の権能を明確に財政機能と切り離すべきことが必要とされた時期でもあった。早期の証券取引等監視委員会の設立と、続く金融庁の大蔵省からの独立がこれを端的に示している。

この時期に市場の技術的改善はかなり果たされ、財政・金融・証券の有機的・効率的関連は確立された。しかし、前の時期の最終段階から始まり、この期の初めに生じた資金循環の決定的な変化が、この後大きな重圧となっていく。直近の10年から20年、資金循環の大きな流れを見ると、資金調達的需求は主として政府による国債発行の形態が中心であり、資金運用の需要は金融機関、企業部門、家計部門のすべてにある。財政収入における税収の停滞・減少及び人口高齢化の予想以上の進展で社会福祉費の増大は著しく、財政支出は悪化を続けている。この結果が国債発行の異常な増大であり、「国債を抱いた経済」は今や「国債に圧死させられそうな経済」と化した。債券発行市場で最大の国債発行市場では、唯一の発行者たる中央政府が金利負担の低下を強く望むのは当然である。

経済停滞の結果、本来、強力な資金調達の需要があるべき企業部門からそれが失われて、反対に余剰資金を抱えるようになった。有力な新規事業。新規投資先を見つけ得ない企業部門の内部留保は増大した。人件費も土地も安価で税制優遇もあれば、海外進出が新たな事業展開を可能としたが、変動相場制の下で、経済大国として、国際的な要因による短期的な円高・円安の影響に対応していくことは容易でないと思われる。国内産業はすでに第3次産業中心になっ

ているとすれば、企業部門が再び資金不足部門に転じることは当分の間見通せないように思われる。社会を構成する生身の人間の欲望が少ないところに大きな成長はありえない。20世紀型の、とりわけて第2次世界大戦後の惨憺たるレベルからの復興と人口増を大きな起動力とした高度経済成長の繰り返しは、21世紀の現在では望みえないであろう。

他方で、本来、仲介部門の役割を担う金融機関は企業部門への融資が細り、投資・運用を追求せざるを得ず、後発の投資・運用機関と共に投資・運用先を探し求める必要に迫られている。低利でも融資先が乏しかった長い期間に続く、超低金利・ゼロ金利、さらに一部の短期取引や債券取引にはすでに生じていたマイナス金利が、政策として採られるに及び、金融機関の営業は大いに圧迫されている。国債発行の負担は日銀の大量買いオペにより手当されて当面利益を生んでいるようだが、国債を売った資金が民間成長資金の供給にはつながっていない。金融仲介機関の中でも長期投資・運用を専らとする生命保険会社等の機関投資家は国債保有を重荷とし、株式投資を拡充しつつある。本来の資金余剰部門である家計部門はその限りでは基本的性格を変えていない。しかし超低金利政策により、預貯金及び債券・確定利付き証券投資の分野では利回りはほぼゼロに等しいが、家計の余資運用の多くはいまだ圧倒的に預貯金に留まっている。金融資産の過剰は典型的には家計部門の停留した余資の形を取り、運用・投資先を見いだせない企業部門の余資の形を取り、資金を増大させる機能を果たすべき金融機関の保有資金の運用難の形を取って、日本経済の将来不安を指し示しているのではない。

最後に中央銀行は部門別資金循環では特別の

公社債市場の機能を再考する

機能を果たすことを期待されていない。政府部門の一部と考えても、金融部門の一部と考えても、経済活動を行わず中立的となってしまう。しかし、現実の中央銀行は財政ができなかった経済成長の達成のために、最後の砦として超金融緩和政策を続けており、かつ停滞する経済を活性化できていない。金利政策が有効に作用しないことにはやはり金融資産の過剰な存在が関わっているのではないだろうか。戦時統制経済の下で財政を円滑に進展させるための低金利・金利固定政策であっても3.5%の長期国債金利が保証されたことをあらためて思い出したい。市場の需給で決まったものではなかったにせよ、ここには市場が従うだけの「直利」が、そして戦勝後の将来図（誤った神がかり的な構図であったにせよ）が、あった。現在はそのどちらも無い。

Ⅲ. 市場の機能はどこにあるのか

1. 異次元金融緩和の意味するもの

公社債市場のスタート地点に遡ってみれば、債券の発行希望、即ち債券形式による資金調達ニーズ、切羽詰まった資金調達の圧力が市場を生み出す最初の突破口であった。現在この希望・圧力は企業部門全体としては相対的に衰微し、政府部門に於いてのみ、戦時をしのぐ勢いの国債発行圧力として恒常的に存在している。

これに対して家計部門、金融仲介機関部門に蓄積された運用圧力は年々大きくなり、同じく恒常的に存在している。短期の運用は多様な金融テクニックを的確に用いれば対応可能であるとして、長期的には金融資産の運用で利益を上げることが困難になりつつあるのではないか。

市場制度の整備、効率化、投資手法の高度化等市場の関係者の努力では、このギャップを打破することは容易ではない。不可能と言うべきかも知れず、市場努力の限界はすでに関係者には感じ取られていると思われる。この数年、アベノミクスの三本の矢が必ずしも功を奏さなかった結果、登場したマイナス金利政策の下で、市場は軋み、揺らぎ、声なき悲鳴を上げているともいえる。アベノミクスの三本の矢の一つである経済成長政策の最重要手段としては金融政策が活用されている。中央銀行である日本銀行はすでに20世紀最終段階から意図的な低金利政策を取ってきたが、平成25年からは異次元の金融緩和政策、超金融緩和政策を強行している。「異次元」ではない通常の金融政策であれば市場の需給状況と無関係に強い金利誘導政策を取ることはいえないし、金融緩和のデメリットを考慮することも忘れない。しかし「異次元」であればこのような従来型の市場への考慮は無用となり、財政ファイナンスと評価されるような、財政・経済政策の短～中期の目標に沿って強い緩和政策を行うことができる。「異次元」とは「前例がなく」「市場を考慮しない」こととほぼ同義である。超低金利及びマイナス金利に焦点を合わせれば、融資で利益を得る金融機関経営及び確定利付き金融資産への強い圧迫、軽視、無視であり、金融政策による金融抑圧だといえる。

2. 金融政策による経済成長戦略の限界

想定をはるかに超える高齢化社会の急進展を中核とする社会福祉費用の恒常的増大に対応しつつ、如何にすれば財政破綻を回避させられるか。正統的には財政収入の増大（増税、成長による税の自然増収）、支出削減（社会福祉レベ

ルの低減), 及び邪道ではあるが意識的にインフレーション(政府債務の相対的価値減少)を惹起する, の3方法しかないと思われる。とはいえ債務価値を激減させ得るほどのインフレーションの発現は簡単に政策的に誘導できるものではなく, 実際に発現すれば国家そのものが破綻する可能性が強い。政策として選択することは不可能に近い。財政収入の増大は既存の税目の僅かな増額でも社会的な拒否反応が強く, 議会制政党政治では正面切って掲げることは困難である。ここにカーメン・ラインハート(ハーバード大学)教授の取上げた5つの方法がある(平成28年11月24日『日本経済新聞』「日銀の金融政策の新枠組み」上)。①は経済成長, ②は厳格な財政調整又は緊縮, ③は官民の債務の明示的な不履行又は再編, ④は急激なインフレーション, そして⑤は実質金利を低水準(多くはマイナス)に維持する一貫した金融抑圧, の5策である。④と⑤は債務の大半が国内通貨建てでないと実現できないが, 日本は(幸か不幸か)すべての策をとることができる。同氏によれば, ①と②が正統的, ③④⑤は非正統的であるが, ③の債務の再編及び⑤はこっそりと実行され, 有権者の賛同も不要である。現実には日本ではこの⑤が堂々と進行中である。

この数年の異次元金融緩和は株高・円高をもたらし, 若干の経済成長の徴候を示したが, 市場機能の一部を阻害し, 期間内の脱デフレは達成できなかった。大量発行国債が日銀買入でブラックボックスに吸い込まれるような強力な流れに対して, 債券市場関係者が発した悲鳴は, アベノミクス礼賛者たちには「文句を言っているのは債券市場関係者だけだ」の一言で片づけられた。脱デフレの不首尾でさらに平成28年1月29日, 日銀のマイナス金利政策導入が決定さ

れ, 2月16日に実施された。これを金融政策の手詰まりの結果とする見方は多く, 大きな実体経済成長と脱デフレの効果を見通す論者は少ない。むしろ市場の動揺, 金融機関経営への悪いインパクトが強く懸念された。

金融政策にはカンフル剤的な効果, あるいは短期的な効果はあっても, 中長期的に深く作用して成長戦略を強く支持することはできないというのが大方の観点であった。時間が経てば金融仲介機能を営む経済主体への負担が大きくなり, 市場の機能を衰えさせる恐れも出てくる。同年5月ごろには金融機関との「対話のホコロビ」「意識のズレ」というマスコミの表現も見られるようになった。6月にはこの政策には「出口なし, 恒久化の可能性」, 「ヘリコプターマネー, インフレ」論も出始めた。日銀もこうした「評価」を考慮して, 9月21日には「長期金利操作(イールドカーブ・コントロール)付き量的・質的金融緩和」即ち長期金利を0%に誘導する「量から金利へ」の政策変更を行った。

政策効果を高く評価する論者は少ない。むしろ長く続く成長力低下で金融緩和は刺激として実体経済に伝わりにくく, マイナス金利政策は金利を大幅に低下させる方向には効果はあったが, すでに超低金利状況が続いている金融機関の収益をさらに限界にまで圧迫するという悪影響が見通される。新政策の有効性には多くが懐疑的なのである。

債券市場は今世紀に入って以来長く低金利・超低金利政策にさらされ, さらにリーマンショックによる起債途絶などの憂き目も見てきた。流通取引金額の縮小, イールドカーブの崩壊・変型, イールドカーブ操作自体の異常性, 長期債券投資の収益性消滅等, 債券市場の機能

公社債市場の機能を再考する

低下は今や誰の目にも明らかではないか。

3. 国債発行・保有

この間の金融政策から最も「好影響」を受けたのは国債を発行する政府部門である。第一に激増する一方の国債の利払い負担が抑制される。第二に日銀の市中銀行保有国債買い入れ政策により、市中銀行は巨額の低利国債保有の負担を減らすことができ、新たな発行国債を引受保有する体力を維持し得る。少なくとも当面の間は。

しかし長期的にはどうなるか。これまでは市中銀行勘定として「目に見える」形で激増してきた国債は日銀勘定というダークプール、否（比喩としてはこちらが似つかわしい）ブラックボックスの中に吸い込まれ、たとえ総額は判明していたとしても、将来的にはどういう重圧となって顕現化するのか予測できない状況になっている。近い将来の財政破綻を回避するためには、今後の新規および借換国債発行を抑制する、日銀が半永久的に保有する、既発国債を永久国債化するなどの方法が考えられはする。新規発行を増大させないことは可能であり、平成29年度予算も若干減額できているが、顕著な減額は不可能であり、将来世代の負担増は明白である。日銀が半永久的に抱き続けることは可能ではないかと思われるが、それは日銀を政府の一部と把握して、政府内部で発行と保有の回路を完結させることになるか、政府の意を呈するが政府の外にあり、市場原理が適用されない強大な、閉鎖的なブラックボックス化させることになる。また、永久国債化することは現行のような低金利であれば政府の大きな負担にはならず、プラス金利であれば最低限肯定されうる投資対象として、あるいは他の投資対象との裁

定取引の対象として考慮されうるのではないか。もちろん日銀が永久国債を黙って保有する構図もあるとは思われる。債券市場の衰微を見ればこれらの方向を考える価値はあるのではないか。「若干のプラス金利の永久国債」を核に据えた金融システムを考え、余裕資金が生じたときに市場から、あるいは日銀から買入償却するという法制を作ることは困難ではないであろう。「日銀トレード」に銀行が寄りかかるよりも健全ではないか。

年80兆円ペースの増加の結果、日銀保有国債残高は平成27年8月25日現在で初の300兆円を突破し、国債残高全体の3割を超え単体では最大の保有者となった。28年10月10日現在では初の400兆円超を記録し、ほぼ4割となった。25年4月の130兆円強に比して3年半で約3倍である。28年度予算案は国債依存度30%と7年ぶりの低さではあるが、29年度も含め、市場における流動性の低下の弊害が沈黙の底流となっている。社会保障費の抑制と税収増で、28年1月23日には特別公債法改正法案が提出され、32年まで5年間、自動発行が延長になるなど国債増発体制の強化は続いている。

国債市場は28年2月に日銀がマイナス金利政策を打ち出したことで適正相場を見失った。主たる買手である海外勢はドル円交換のために上乘せ金利で買いを継続し、国債入札ではマイナス利回りも生じ、国債に運用する資産運用会社や証券会社は「脱国債」の方向に動き始め、外債・社債投資を積極化した。3月初めには証券会社のMMFは運用困難となり全社が投資家に資金返還を決め、野村証券のそれは8月末に終了した。6月にはメガバンクで、かつ最大の国債保有者でもある三菱UFJ銀行がマイナス金利下では投資ができないと国債入札特別資格

の返上方針を決め、7月に返上した。いずれも市場の機能低下の現れである。

マイナス金利政策開始からほぼ半年後の28年7月6日には市中銀行の国債発行買入後の日銀転売による「儲け」は2.6倍になったと報道された。買い取る側の日銀に生じる「損失」は28年度に10兆円にも上るが(11月29日報道)、国債償還まで分割計上しても収支は悪化し、政府納付金は減少する。結果として日銀の格付けは低下するであろう。メガバンクの日銀への国債売却はこの3年で50兆円を超えている。銀行経営面で来るべき金利上昇への備えとしては当然のことであるが、売却資金を民間貸出へ充当することはできてはいない。さりながら、1~2年後には日銀ももはや買えなくなるとの観測もあり、日銀自身も国債のストック増加の重圧を意識し始めているようである。むしろ、国債の重圧に鈍感になった市場の動きの鈍さの方が怖いというべきかもしれない。

4. 社債等

債券市場の中で国債市場は強権を持ち、発行需要の強大な発行者が独占し、金融政策を左右する存在であるが、そのあおりを受ける民間債市場は現在どういう状況になっているか。27年8月には(かつては超有力銘柄であったが)原発問題以来不人気であった電力債に、低金利下で相対的な魅力が生じ、行き場を探す投資マネーを引き付けた。中でも東京電力は「投機的」水準から実質的国有化の数年を経て、一定の経営改善を進め、6年ぶりに社債を発行することが10月に報じられた(28年度に3,300億円)。これは東電にとって「脱国有化」への一歩でもある。三菱UFJも新型の永久劣後社債公募で資本増強と報じられた。27年はドル調達

コストの増加から国内社債市場に待機資金が回帰したといえる。プロ向け債券市場では27年の発行額が円債・外債合計で3,500億円と26年の4倍にもなった。27年末には個人向け社債の残高も最高の6.9兆円になった。超低金利状況下に堆積し続けた運用難の資金は、少しでも高い利回りを求めて民間債市場に投入されたことが明らかである。

しかし28年1月29日にマイナス金利政策導入報道により、国債利回りが急低下してマイナスが増え、社債利回りも大きく低下し、2月上旬には気配値マイナスのケースも出始めた。一時は劣後特約付きの高利物を除き発行も途絶えたままになった。とはいえ資金調達ニーズはあり、国際的な新金融規制(銀行破綻時の損失を税金ではなく社債発行・資本積み増しで負担する)に対応するもの(2月の三菱UFJのTLAC債、機関投資家向け)や、外国市場設備投資に充てるもの(3月のスズキの転換社債)など、マイナス金利圧力に影響されない発行希望も発表された。

28年3月9日にはマイナス金利政策後の社債の価格形成に異変が生じていることが報じられた。本来社債の発行利回りは「国債利回り+個別企業の信用力による上乗せ金利」で決定されるが、信用力が変わらないのに買手を確保するために上乗せ金利を拡大するケースがあり、銀行借入れよりも条件が悪くなり、結果として社債発行を差し控えることにもなったという。発行者にとって有利な超低金利は資金運用者にとっては不利で、金利の絶対水準を重視する投資姿勢を無視することができない状況が改めて浮かび上がっていると見えよう。流通市場では信用力の高い高格付け社債ほど「上乗せ金利」が大きいという異常現象も生じて、社債間の格

公社債市場の機能を再考する

差が縮小し、市場の信用秩序が揺らいでいる。別途、日銀の買いオペ対象になりそうな社債銘柄には思惑人気が集まり、利回りがマイナスになるなど、市場が本来表現すべき企業の信用リスクが第一に考慮される状況は薄れている。

28年初めの時点では、かなり長期に及ぶ社債利回り低下による投資魅力の減少に加えてこうしたマイナス金利政策の圧力があって、社債売買は減っており、市場機能の低下は明らかであった。1%の外国為替手数料を負担したとしても外債の方に魅力があったのである。しかし4月に入ると日産社債900億円発行（2月以後最大の額）の報やトヨタ自動車系金融会社社債の3年物0.02%（日本では過去最低利率）など、新たな動きも見られた。マイナス金利はすでに1年未満のCPでは実績があるが、短期社債での0.02%はすでに下限に近いと見られた。従来は辛うじて国債投資に向かっていた資金が多少とも受け入れられるプラス利回りを求めて社債投資に向かう様子が伺われる。この事実が示しているのは、低金利政策には資金運用者の側から見て明らかに限界があるということである。マイナス金利をより掘り下げることが、複雑な投資・運用手法を組み合わせる場合（海外勢によるドル・円交換との組み合わせなど）には対応できるものでもあろうが、単純な、相対的に安全な、長期運用を考える時には、売買コストをマイナスにできない以上、限度がある。何がしかの変化に商機を求めるという考えはあり得ても、長期的には限度があるのではない。

超長期社債の相次ぐ発行は資金調達者側の低金利活用の意欲と投資家側の少しでもプラス利回りがあればという意欲が合致した結果である。企業の資金調達は18年ぶりの低水準を示

し、資金調達方法の中心は社債にシフトしている。流通市場における社債売買高は5月が過去最低、6月がこれに次ぐ2位と投資家に敬遠されていたのに対し、新規発行市場には私募債、劣後債、外貨建て社債の増加など、資金が殺到した。28年末の段階で企業の資金調達は社債で5割増、対する新株は6割減となっている。28年1～9月には世界的に見ても社債発行は過去最高の290兆円で、前年同期比87%プラスである。9月20日の日銀の総括検証では金利政策重視を打ち出して長期金利の上昇を促したが、これで国債・社債市場機能の回復が望めるかどうかはわからない。

5. 市場の機能発揮を求めて

従来、質的には効率的で、量的には弾力的で、成長する市場を求めて、大いに活用してきた経済主体は民間法人企業であった。その資金調達需要の部門総体としての衰微はすでに20年に及ぶ。これに対して、経済主体各部門に蓄積された巨額の資金の長期的な運用圧力は年々大きくなる一方である。ある程度投資環境の予測が可能な短期運用には金融テクニックを駆使して対応することができると思われるが、長期運用ははたしてどうだろうか。20世紀の100年を含むこの100年から200年の期間、特に第2次世界大戦後の50～60年に出現したような高度経済成長を、一国レベルでも国際的レベルでも展望するのは容易ではない。この状況下で、市場制度の整備、投資手法の高度化など、市場内部の努力でこれらを打開して新生の機会を作り出すことは非常に困難だというべきであろう。単純な例をとれば、債券取引における資金決済を取引当日の即時決済より短縮することはできない。市場努力には限界がある。その限界を知っ

たうえて、市場には行きすぎるものが許される自由度が必要であろうことが、今逆にあぶりだされているのではないかと考える。統制、規制、実質的規制などのあらゆるステージを経験し、通過した現在の市場が、疲弊し、再び財政・金融政策によって押し潰される現状は、歴史が逆行しているように思われる。

いかにして市場機能を再び発揮させ得るのか。

前出のラインハート教授の指摘した5つの(膨大な、財政破綻を齎さんとしつつある)国家債務を削減する方法のうち、⑤金融抑圧はすでにして市場機能を衰微させている。④急激な

インフレはおそらくは市場を圧殺する。①の経済成長は最も望ましいが、どう見てもすぐには達成され得ない。②の財政調整・緊縮も同様であろう。①と②に可能な限りの努力をしつつ、現実的な政策としては③の債務の不履行又は再編を、日銀保有国債の永久国債化などの、可能な形で考えることが、唯一残されている方途ではないか。そのための方便としてならば金融抑圧が是認されても良いのではないかと考えるが、その活用はあくまで③のための地ならしという性格に止めるべきであろう。

(当研究所名誉研究員)