

91-J-2

# 財政投融资

貝塚啓明  
(東京大学経済学部)

1991年3月

東京大学経済学部産業経済研究施設コンファレンス  
『公共セクターの効率化』 報告論文

はじめに

公的金融が果たすべき役割については、1970年後半から1980年前半に民間金融機関から郵便貯金への資金シフトを背景に活発な議論が戦わされたが、現在ではかつての熱気は失われつつある。公的金融をめぐる金融的背景・財政的背景は1980年代年代に入ってからかなり変化したのである。すなわち、第一に金利の自由化を中心に金融の自由化が進行し、規制金利の体系は、形骸化しつつある。公的金融は元来規制金利を前提にして運営されていたものが、この前提はくずれつつある。第二に1970年代後半から大量の国債が発行され、金融市場に大きな影響を及ぼしたが、1980年代後半になると国債残高は依然増加しているが、フローとしての新規発行額は低下してきた。このような変化は、公的金融の中心である資金運用額のポートフォリオの内容にも当然影響を及ぼすことになる。第三に、公共部門の一部である公社が民営化されたことがある。この変化は制度的には民営化された企業がもはや財政投融資の対象から外れたことを意味する。この他にもいわゆる自主運用など郵便貯金や厚生年金の色々な変化があるが、この論文では1980年代半ばから最近に至る公的金融の変化を財政投融資を中心に跡づけ、今後の公的金融、特に財政投融資のあり方を検討することにしたい。\*1

## 1. 公的金融と財政投融資

最初に公的金融と財政投融資という言葉の定義にふれておこう。公的金融とい

---

\*1 この論文は、1980年代初めに筆者が提起した公的金融に関する論点（貝塚 [1981a][1981b]）を受けて、その後の公的金融の変化と今後の財政投融資の役割を検討した形になっている。

う言葉は最終支出単位として公共部門（たとえば国）の借入れ、債券発行など租税、手数料や保険料を除く債権・債務の発生を含める場合がある。たとえば、国債発行が典型的である。しかし、ここでは、これらの公共部門の資金調達自身は公的金融には含めない。含めない理由は、公債発行に伴う問題を公的金融のなかで論ずることは、余りに議論の範囲を拡大させてしまい、財政固有の領域に深入りしてしまうからである。ただし、すでにふれたことであるが、国債発行の規模や発行方式の差異は、ここでいう公的金融のあり方に影響を及ぼすものである。

この論文では、公的金融という言葉をやや狭く限定して、公的部門の金融仲介活動とみて、これを主として財政投融资に焦点を合わせて分析する。財政投融资という言葉についてもその内容をここではっきりさせておく必要がある。制度的にみれば、財政投融资とは、予算とともに国会に提出される財政投融资計画の策定とその実行を指すとみてよい。財政投融资計画（以下財投計画と呼ぶ）とは、郵便貯金と厚生年金などを源資とする資金運用部資金と簡保資金を5年以上運用する計画と資金運用部資金による国債引き受け（通常は新規債を引き受け、満期まで保有）を指す。わかり易くいえば、公的な金融機関の一部である郵便貯金や簡易保険が受け入れた資金とやや性格は異なるが強制加入の社会保険としての年金資金のうち長期的に運用可能な部分を主として5年以上の貸付けという形で運用するのが財政投融资計画である。<sup>\*2</sup> 公的金融仲介活動は、さらに資金運用部や簡易保険がこれらの5年以上の貸付を事業に行っている公企業（主として公団や事業団）に貸し出すことで完結する。しかし、資金運用部や簡易資金が公庫等の政府金融機関（たとえば住宅金融公庫や日本開発銀行）に貸し付けたときには、これらの政府金融機関が民間の個人や企業にさらに貸し付けた段階で金融仲介が完結することになり、公的金融には当然これらの政府金融機関が含まれることとなる。いま、民間の銀行と比較するならば、預金を受け入れて貸付を銀行1つで行っているのに対して、貯金や保険を集めている郵便局からそれぞれの特別会計（たとえば郵便貯金特別会計）を經由して資金運用部へ預託され、資金運用部が

---

<sup>\*2</sup> 公的金融と財政投融资などをめぐる概念規定については、松浦[1990]を参照のこと。ただし、松浦論文においては公的金融と財政投融资を同じ意味に用いているが、制度的にはルーズな用語法と思える。

政府金融機関に貸付け、さらに政府金融機関が貸出を行うところで金融仲介活動が終わるのである。比喩的にいえば、公的金融においては、民間金融機関が1つの主体で行っていることをいわば機能別に主体が分かれて行っていることとなる。

財投計画と公的金融活動全体とは、いま説明されたように同じものではないが、財投計画が、公的資金の配分について実質的には極めて重要な役割を果たしていることは明らかである。たとえば、政府金融機関が行いうる貸付の内容について、その種類別貸出の計画に応じて、新規の貸付計画額の上限が財投計画で認められる。また多くの場合、この計画額は、関係省庁のスクリーンを経て、いわば制度的にも枠がはめられていることが多い。まずは、貸出の大枠が種類別に決められていることになるのである。個別の政府金融機関は、個別の案件について貸付の可否を決める権限をもつことになろうが、大規模な計画や政策金融（利子補給が行われるプロジェクト）については、所管官庁の決定にほぼ従うこととなる。公企業の場合には、財投計画が直接公企業の投資プロジェクトの選別を行っているから、資金配分に対する影響力は、個別的であり、また直接的である。このような意味で財政計画は、公的金融の資金の配分をほぼ実質的に決めているのである。また、この資金の配分の決定は、予算における省庁に対する査定と似ていて、予算編成の仕組みとよく似ている。政治過程において、財投計画が第二の予算といわれることは、この点からして不思議ではない。しかし、財投計画はあくまで資金配分にかかわっているのであるから、原理的には金融の問題であり、この論文においても基本的には金融的側面から財政投融资の問題に接近する。<sup>\*3</sup>

公的金融の範囲と財投計画の範囲とが喰い違う部分は、資金運用部の短期的な資金繰り、あるいは短期運用と簡保資金の財投計画協力分を除く短期運用を含むポートフォリオ投資である。最近では、形の上では財投計画に入っているが、実質的には長期的なポートフォリオ投資である郵便貯金特別会計や年金福祉事業団などの有利運用のための資金運用の比重が徐々に高くなりつつある。資金運用部や簡保資金の短期的な資金繰りについては、形式的には金融仲介であるとはいえ、その重要性は低い。しかし、長期的なポートフォリオ投資の部分と資金運用部の

---

<sup>\*3</sup>もっとも資金運用部が時には一般会計の財源調査の肩代りをすることが生じうる。この場合には資金運用部は国債発行に似た役割をする（第3節参照。）

国債引き受けに当たる部分は、資金運用としては無視しえず、財投計画と並んで充分検討を要する対象である。

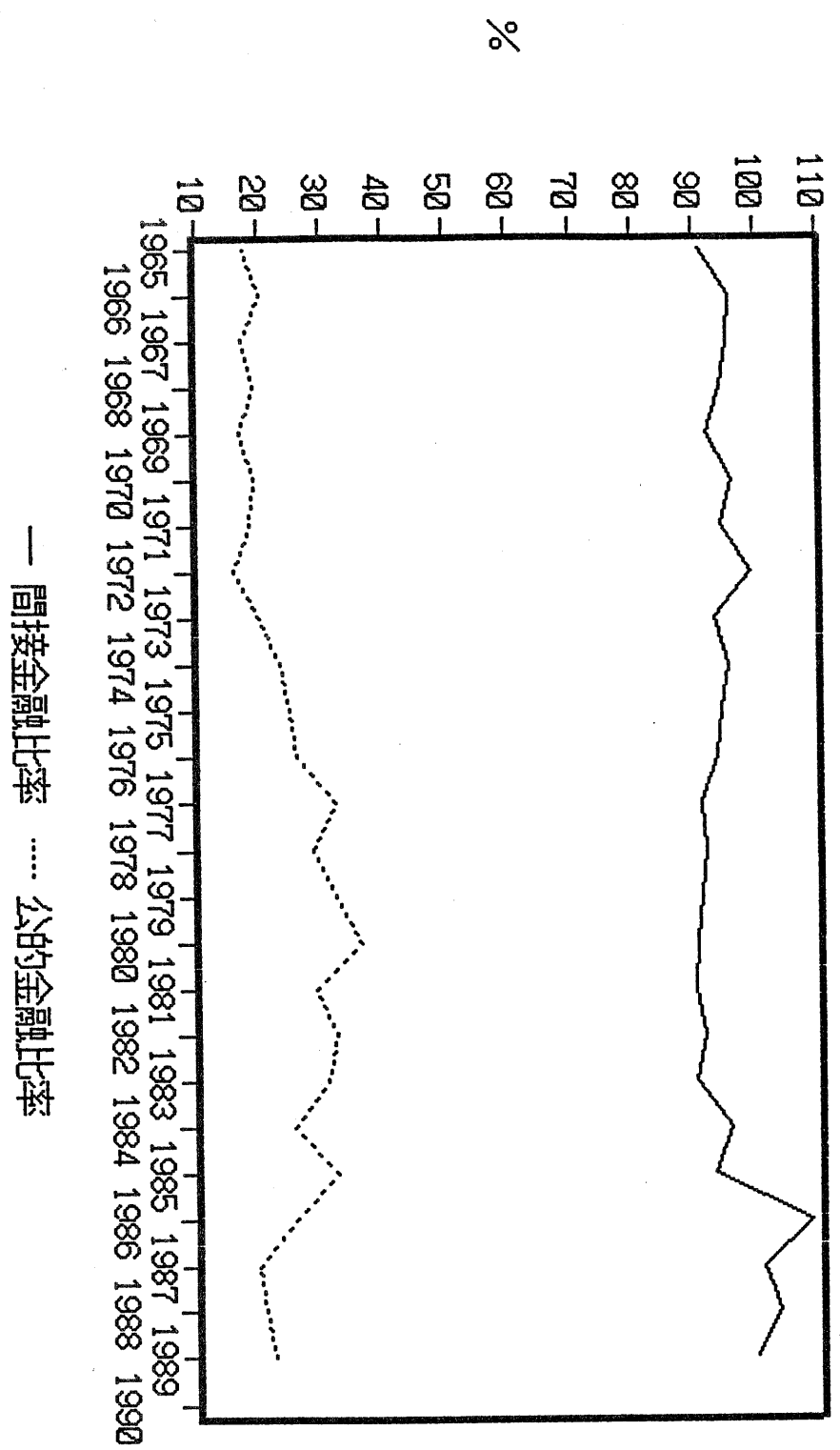
## 2. 公的金融の動向

次に公的金融の動向を1965年以降最近に至るまで「資金循環応用表」（日本銀行調査統計局）を用いて跡づけてみよう。資金循環表は短期的な資金繰りを含むので、財政投融资自身には正確に対応しないが、事後的なデータとして公的金融について利用可能な唯一のものともいえる。なお、資金循環表の公的金融の定義は、前節における定義と一致する。また、ここでのデータはすべてフローである。

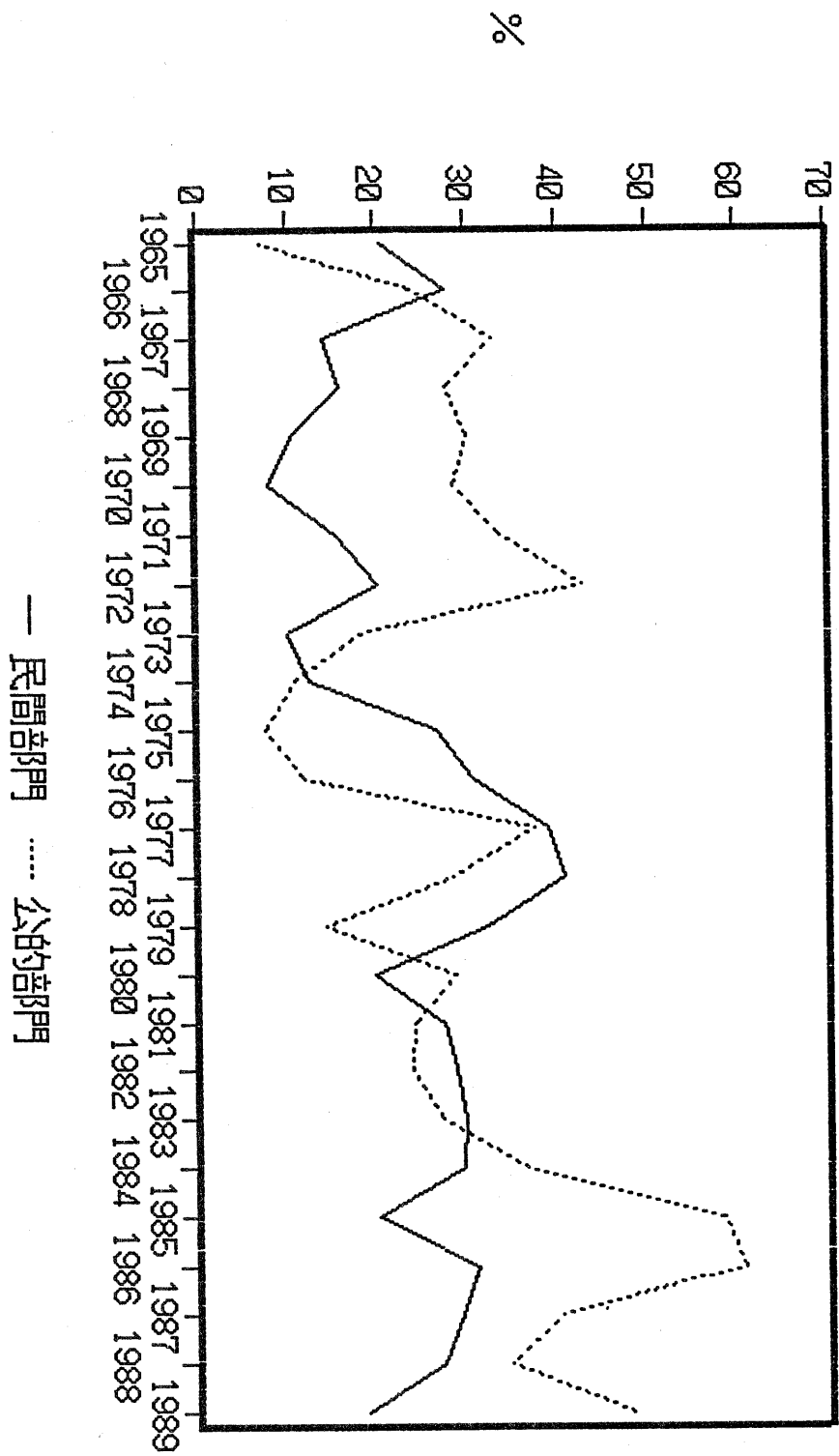
まず、第1図は、金融部門全体における間接金融比率をみたもので、間接金融比率が始め高いことがわかる。第1図の公的金融比率は、金融仲介全体に占める公的金融の比率で1970年代始めまでは10%台であったものがその後上昇し、1970年代後半と80年代前半には30%台に達し、最近やや低下していることが見受けられる。あとでもみるがこのような公的金融比率の上昇には郵便貯金の伸びが主として貢献している。

第2図は、金融仲介に占める有価証券保有の比重である。すなわち、全体の資金はローンと有価証券に運用されるが、そのうちの有価証券の比重が示されている。有価証券保有は、当然のことながら、すべてのポートフォリオを含むから短期的な資金繰りをも反映して、特に公的金融については、この比重が高くなった時期がある。第2図からは、民間部門のポートフォリオ運用が1960年代後半と70年代前半に比較するとその後高くなったこと、公的部門については変動が激しく、特に1980年の中頃は60%前後に達していることがわかる。第2図からは、また公的金融が民間金融とは異なる仕方でポートフォリオの比率を決めていることが読みとれる。なお、財政計画額に占める長期国債引受けといわれる自主運用に見合う資金運用の比重を示したのが次の第1表である。

第1图：间接金融比率·公的金融比率



第2圖：有價証券比率



第1表：長期ポートフォリオの比重（％）

	1970	75	80	82	83	84	85	86	87	88	89	90
資金運用	-	-	-	-	-	-	-	-	10.8	14.4	17.2	19.0
国債引受	0.8	4.3	12.1	11.1	15.2	14.5	19.3	18.4	12.9	11.8	6.8	5.5
合計	0.8	4.3	12.1	11.1	15.2	14.5	19.3	18.4	23.7	26.2	24.0	24.5

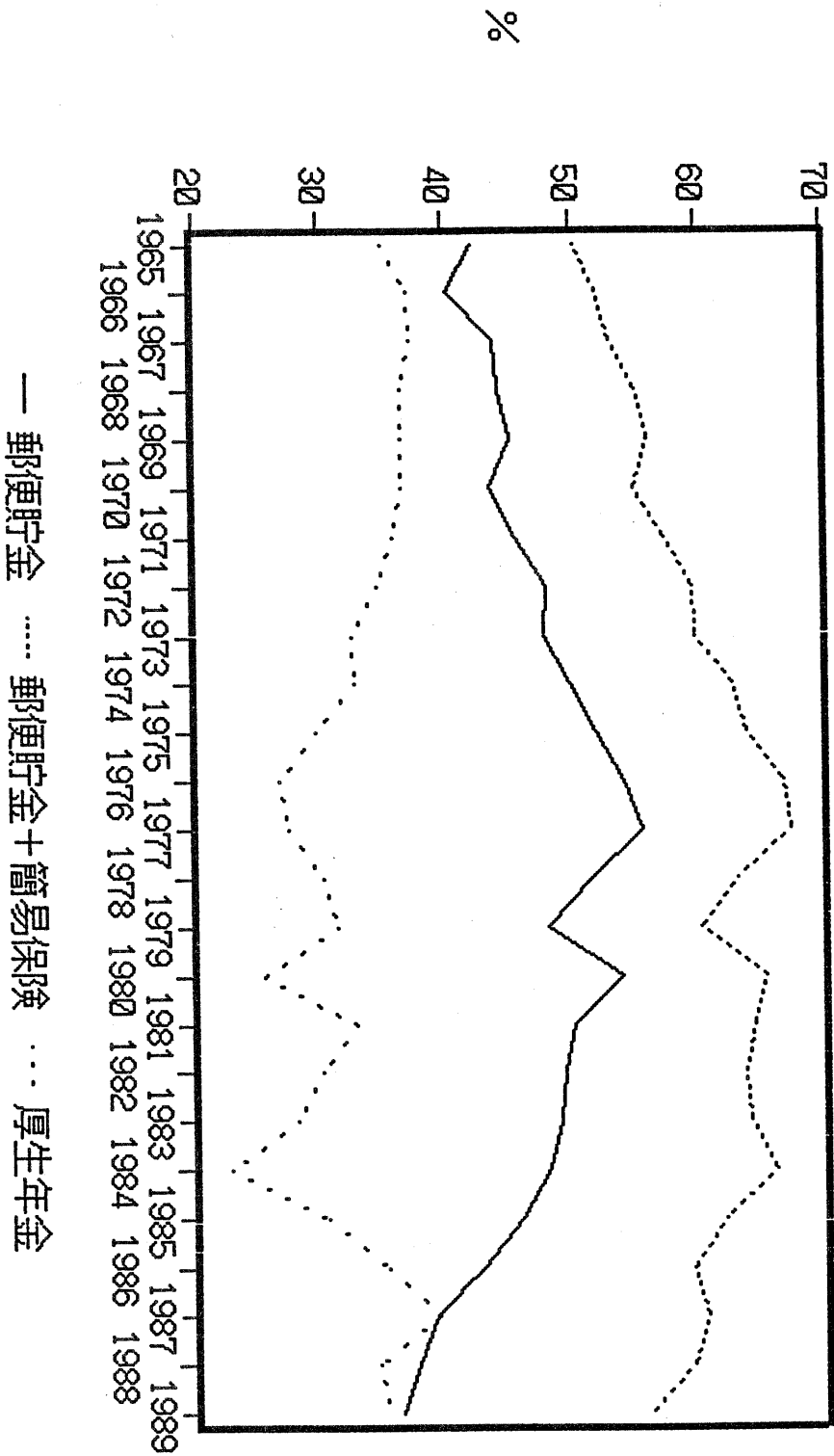
この第1表からみるかぎり、公的金融に占める有価証券比率（第2図）は長期的ポートフォリオの比重にある程度左右されているとはいえ、短期的な資金繰りの動向が変動し易いものであることがわかる。

第3図は、公的金融や資金調達に占める郵便貯金、間保資金と厚生年金の比重をみたものである。1970年代後半には郵便貯金の比重が50％前後に上昇し、最近では逆にかなり低下していることが読みとれる。簡易保険の比重が最近ではやや増加し、厚生年金の比重はかなり変動するが、その比重は1970年代から1980年代前半には低下し、最近やや回復している。第4図は個人部門と公的金融との関係を郵便貯金と政府借入金についてみたもので、1970年代後半から1986年末で定期性預金（民間金融機関の定期性預金プラス郵便貯金）郵便貯金の比重が40％前後に達しており、政府借入金も1980年頃に急増していることが読みとれる。前者の数字は民間金融機関と郵便貯金との競合関係を結果において示しているのであり、いわゆる郵貯問題の深刻さが読みとれる。ただし、最近では郵便貯金の比重は、かなり減少していて事態は変化したともいえる。なお、政府借入金の比重は、金融引締め期と緩和期という金融市場の動向によっても左右されることを付言しておきたい。すなわち、引き締め期には増加傾向、緩和期には減少傾向がみられる。

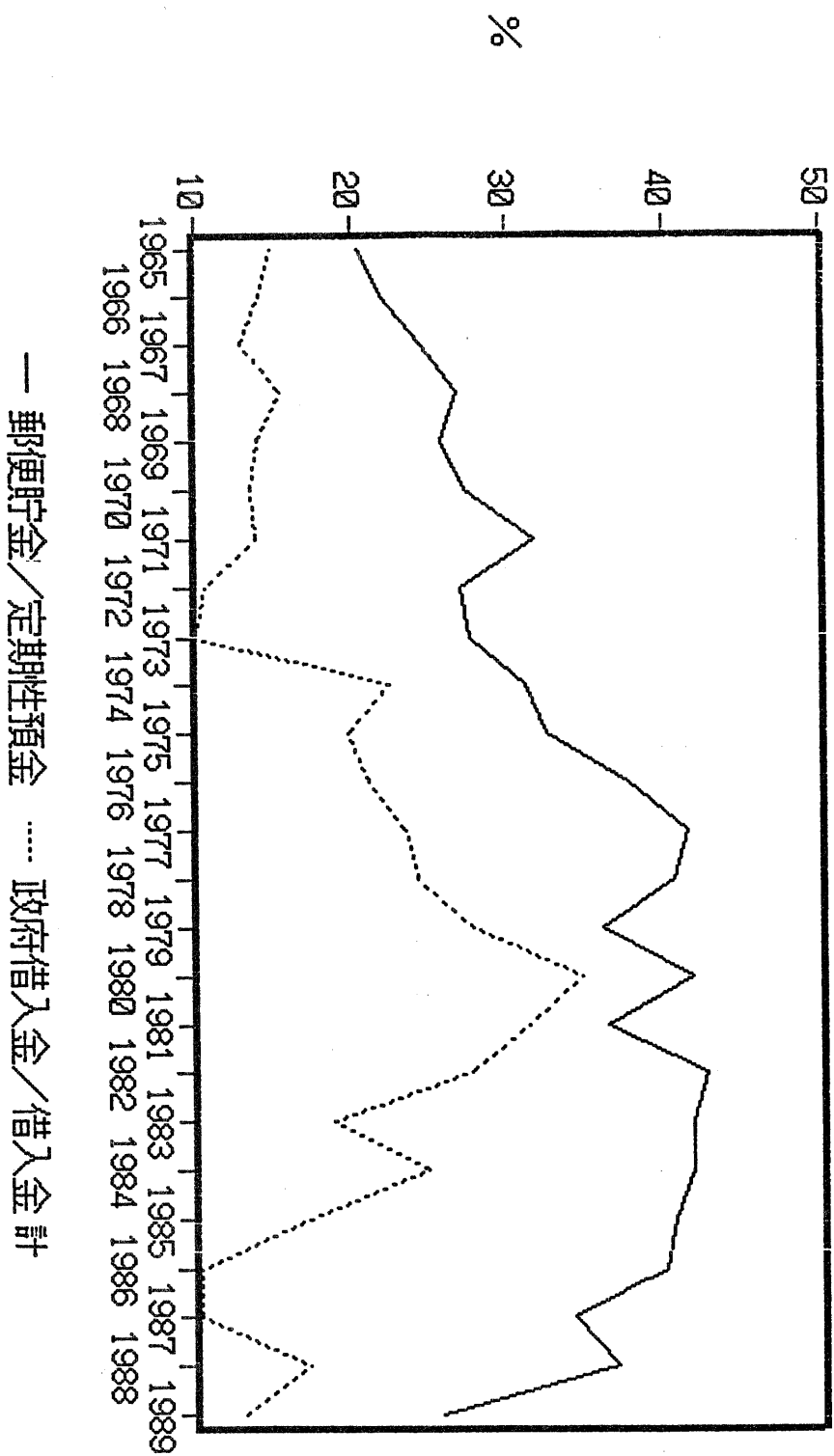
次の第5図は、法人部門の借入金のうち政府金融機関からの借入金の比重が示されている。この比重は、個人部門のそれよりも低い動きは個人部門の借入れ比率の動きと似ていて、ほぼ同じ要因が働いていることが推測される。なお、第4図と第5図の借入金比率は、第1図の公的金融比率の動向とも関係していることが読みとれる。すなわち、公的金融比率が増加傾向にあるときには、借入金比率が平均的には上昇しているようにみえる。



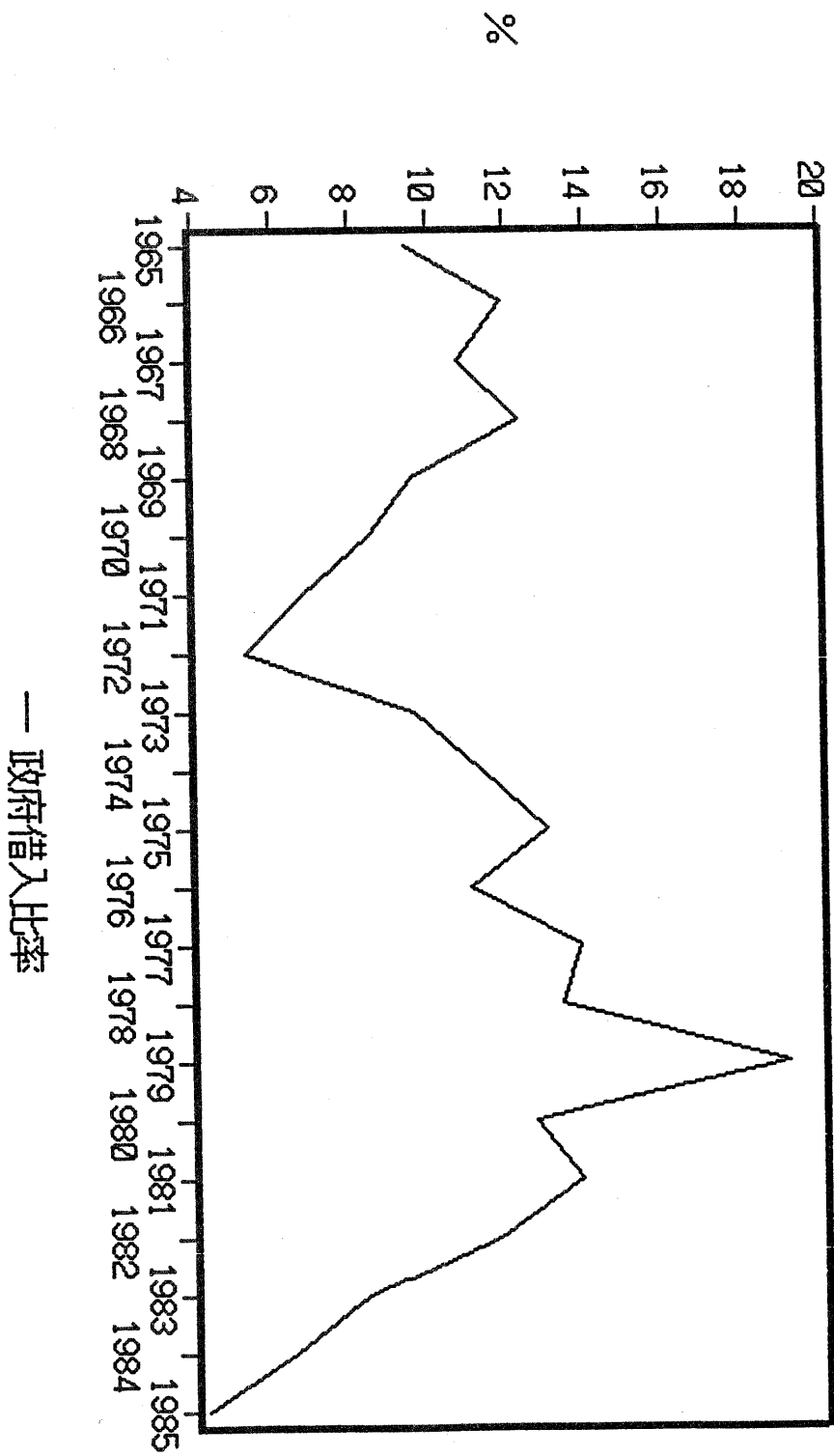
第3図：公的金融の資金調達



第4圖：公的金融と個人部門



第5图：政府借入比率（法人部門）



以上、公的金融をめぐるここ20年間の動向は、おおよそ次のように跡づけることができよう。1970年代後半から1980年代前半において公的金融比率はかなり上昇したが、これはその調達における郵便貯金の急増が直接の原因となったといつてよく、その結果民間部門の借入金に占める政府金融からの借入金を増加した面がある。<sup>\*4</sup> しかし、最近ではこの傾向に逆転が生じ見方によっては1970年代前半の状況に戻ったといえる。なお、有価証券比率が最近では上昇していることも指摘しておこう。

### 3. 財政投融资の運用

金融仲介として財政投融资をみる場合、なんといつても長期運用をどのような構成にするかにかんする選択がもっとも重要であるし、その性格を左右する。この点に関していえば、第一に長期運用によって有価証券を保有する方式と第二に貸付（ローン）による方式の区別は重要である。第一の方式は、たとえば諸外国の公的年金がとっている方式で資金のすべてをポートフォリオをもつのが典型的な例である。第二の方式の例は、日本の財政投融资であつて、昭和50年以前には長期運用は実質的にほとんどローンであつたといつてよい。どちらの方式がよいかについても、それ自身一つの議論、あるいは論争の対象になりうるもので、この論文における一つの問題意識でもある。前節ですでにふれたが、第1表で見られるように、長期運用におけるポートフォリオは、1970年代半ばから増加し始め、最近では4分の1近くになっているのであり、この変化は注目に値する。もっとも短期運用を含めると、第2図で示されているように、1960年代後半でも有価証券比率は高い。おそらく、資金調達の増加が予想外であつたりするときには、財投計画を超える部分は自動的に短期運用で有価証券として運用されることになり、その変動が大きいと推測されるが、この点は計量的に実証の必要があらう。なお、

---

<sup>\*4</sup> 郵便貯金の増加は金利上昇の最終局面における定額貯金の金利上の有利さと税制上の優遇によって支えられ、この増加が直接的原因であつたと考えることは許されよう。

細かい点であるが、第1表に示されている国債引受けは資金運用部が満期までそのまま保有する慣行になっていて、ポートフォリオ投資といっても制約がある。資金運用部分については同じような慣行を守る制約はないと思われるが、国債発行引き受け分については、とりあえずは資金運用部の場合と同じく保有されたままのようである。

なぜ、日本の公的金融における資金運用においてローンがかって支配的な形態になっているのか。一つの簡単な説明は、日本の民間金融機関においても1970年代前半までは、有価証券への運用の比重が低く、かりに運用されていたとしても貸付の変形とみられ満期まで保有されるか（社債など）、それとも日本銀行が買いオペをするか（国債）という形になっていたことである。別の表現をとれば、日本の金融システムは、「ローン型」であり「ボンド型」でなかったことである。

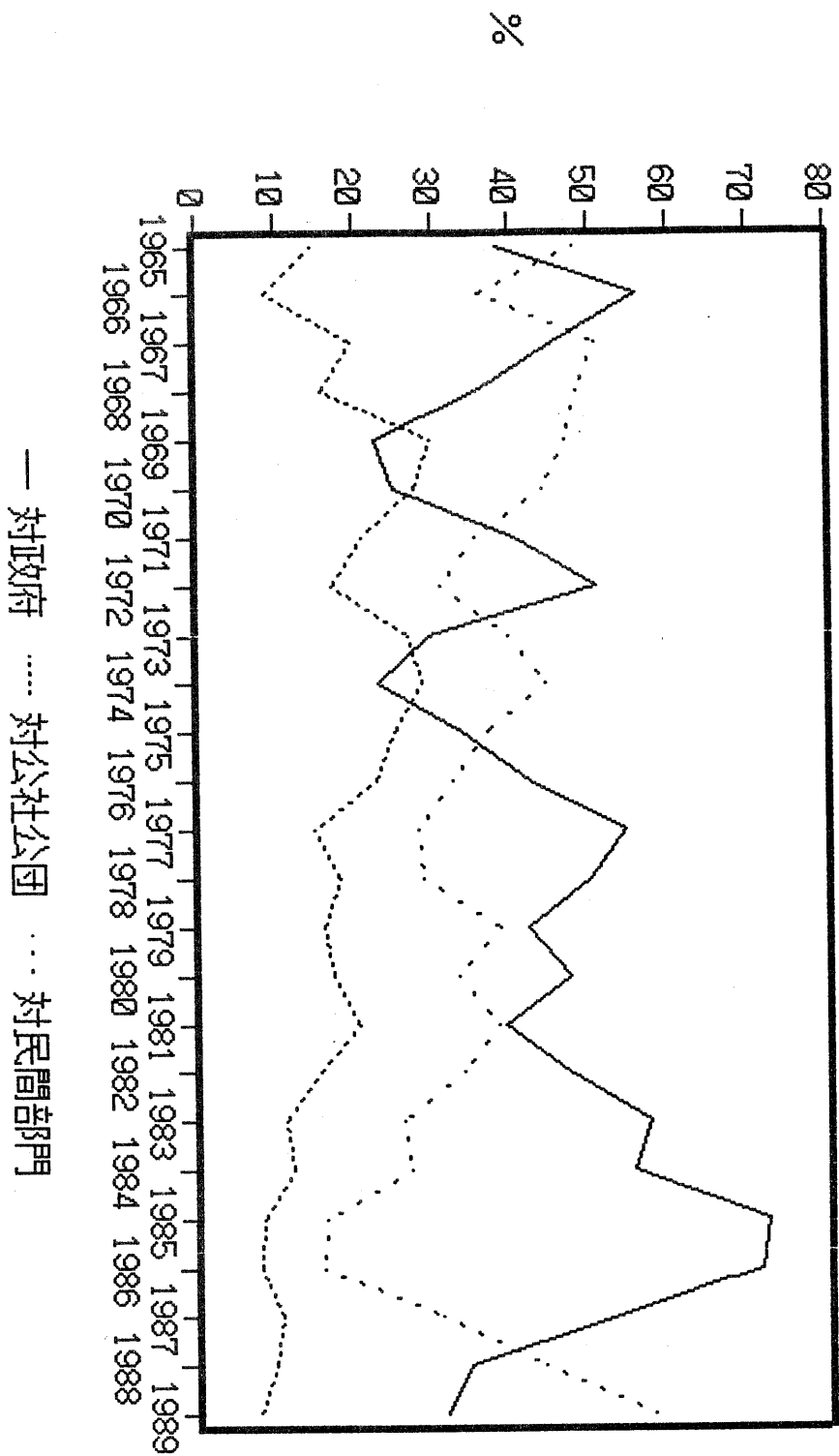
\*5 現在の日本の金融システムは、「ボンド型」への移行を示しており、公的金融もおなじような傾向を示したからである。それでは、なぜ1970年代半ばから長期ポートフォリオへの運用が増えたのか。第一の説明とは無関係でないにせよ、まず公共部門の財源調達仕方が、1970年代半ばから国債発行に傾斜せざるをえなかったからである。大量の国債発行下では資金運用部も国債を引き受けざるをえず有価証券比率が上昇したのである。第二に、より重要な原因と考えられるが、日本の民間金融の世界で金利の自由化を中心に金融の自由化がかなりの速度で進行し始めたのである。その結果、財政投融资、ひいては公的金融システムにこれに即応せざるをえなくなったからである。なお、この点についてあらためて次節で検討する。

財政投融资の運用については、その主体別の構成の変化を跡づけることも重要である。最初に資金循環表のベースで短期運用を含めた対政府、対公社・公団と対民間の三分類による構成をみたのが次の第6図である。この図で著しいのは、対政府運用比率が大きく変動していることである。1966年、1972年、1977年・78年、1985・86年などにはかなりの急増が生じている。これらの増加は一部長期運用におけるポートフォリオの比重の増加（第1表参照）に起因している。たとえば、

---

\*5金融システムの分類については池尾[1985]、蠟山[1982]および貝塚[1989]を参照のこと。

第6図：公的金融の運用



1985年から1986年からの急増の一因は、国債引き受けの増加である。しかし、この時期においては短期運用における国の一般会計への貸付が急増したことが大きい。従来、地方交付税特別会計において第一次石油危機以降の財源不足が資金運用部を經由してその半分程度が調達されていたものが、一般会計へと振りかえられ、新しく短期運用の対象となったことである。1977・78年の対政府運用の増加は、国債引き受けの増加とともに、当時財政計画の運用においてかなりの不用額が発生し（1978年度には財政計画の11.8%が不用額）、短期運用として国債に運用されたことにも一因がある。1972年については、国のいくつかの特別会計への貸出額が原因の1つであった。1966年については、健康保険の特別会計の収支悪化に対して貸付がなされたのが一因である。

これらの事例を眺めると対政府運用の大きな変動は、短期運用の一部が国の一般会計や特別会計の資金不足（赤字）の調達に向けられた点にかなり起因することがわかる。公的金融がいわば、財政赤字の肩代わりの役割を果たしていたことは否定しがたい。いいかえるならば、国債発行に代わる財政機能を果たしてともいえる。

公的金融の運用先のうち対公社・公団と対民間部門の比重は対政府の大きな制約を受けて結果的に変動する傾向がみられるが、対公社・公団と対民間部門における短期運用の比重は低いので次にみる財投計画のなかでの比重に左右されてきたといえる。財投計画における資金の貸付先の構成がどのようにとるかは一義的ではなかろう。しかし、資金循環表による分類（第6図）とは異なって次のような構成でみるのが興味深い。それは、中央政府部門の事業（公企業）に貸付ける部分と、政府金融部門を通じて民間に貸し出される部分に分けるのである。これ以外に地方公共団体があるが、地方政府の事業（公共事業）のための資金貸手であるとすると中央政府の事業と準ずることは許されよう。ここでは第7図ではとりあえず財投計画中の公企業（事業機関）と対民間貸付（融資機関）と地方公共

団体への貸付に占める比重を示してみる。<sup>\*6</sup> 一目して分かることは、これらの比重がかなり安定していることである。すなわち、1970年代中頃までは、融資機関の比重が多少とも低く、その後1970年代後半から上昇し、最近いくらか低下していることである。いずれにしても50%台から60%台という比重は、財投計画における民間への貸付の重要性を示している。しかし、事業機関、あるいは地方公共団体への貸付は、公的金融が果たすべき固有の役割をもつという点では、より基本的な部分といえよう。すなわち、政府は公企業の資金調達において、コストの低い資金を提供する義務を負っているのである。地方政府の投資プロジェクトの資金調達においても同じことがいえるであろう。

#### 4. 金利の自由化と財政投融资

金融市場において、金利の自由化が進行し始めたのは、さかのぼれば1970年代に現先市場が発展してからのことである。現先市場における現先取引は主として長期債の買い戻し付き売買取引による短期取引であり、短期的に資金を調達する大口取引（大口投資家、金融機関など）が自由に参入できる短期金融市場を形成した。従来のコール市場などは金融機関のみが参入しうる閉鎖された市場であるのに対して、オープンな市場であり、そこで形成される金利は自由金利といえる。その後、現先市場に対抗して金融機関が1980年代始めからCDを大口投資家に提供し始めた。

CDとは異なる通常の定期預金の自由化が始まったのは、1980年代始めからで、

---

<sup>\*6</sup> 財政計画におけるこの種の分類は、二つの理由で困難である。第1の理由は年金福祉事業団、公害防止事業団などは事業部門と融資部門の両者をもって2つに分けにくいことである。第2の理由は国鉄などが民営化され、古いデータとの接続ができないことである。このため、ここでは、これらの機関をすべて財投計画から外し、残りの部分について分類を行った。なお、このようなデータの利用については大蔵省理財局資金第一課課長補佐谷川浩道氏に御厄介になった。記して謝意を表したい。



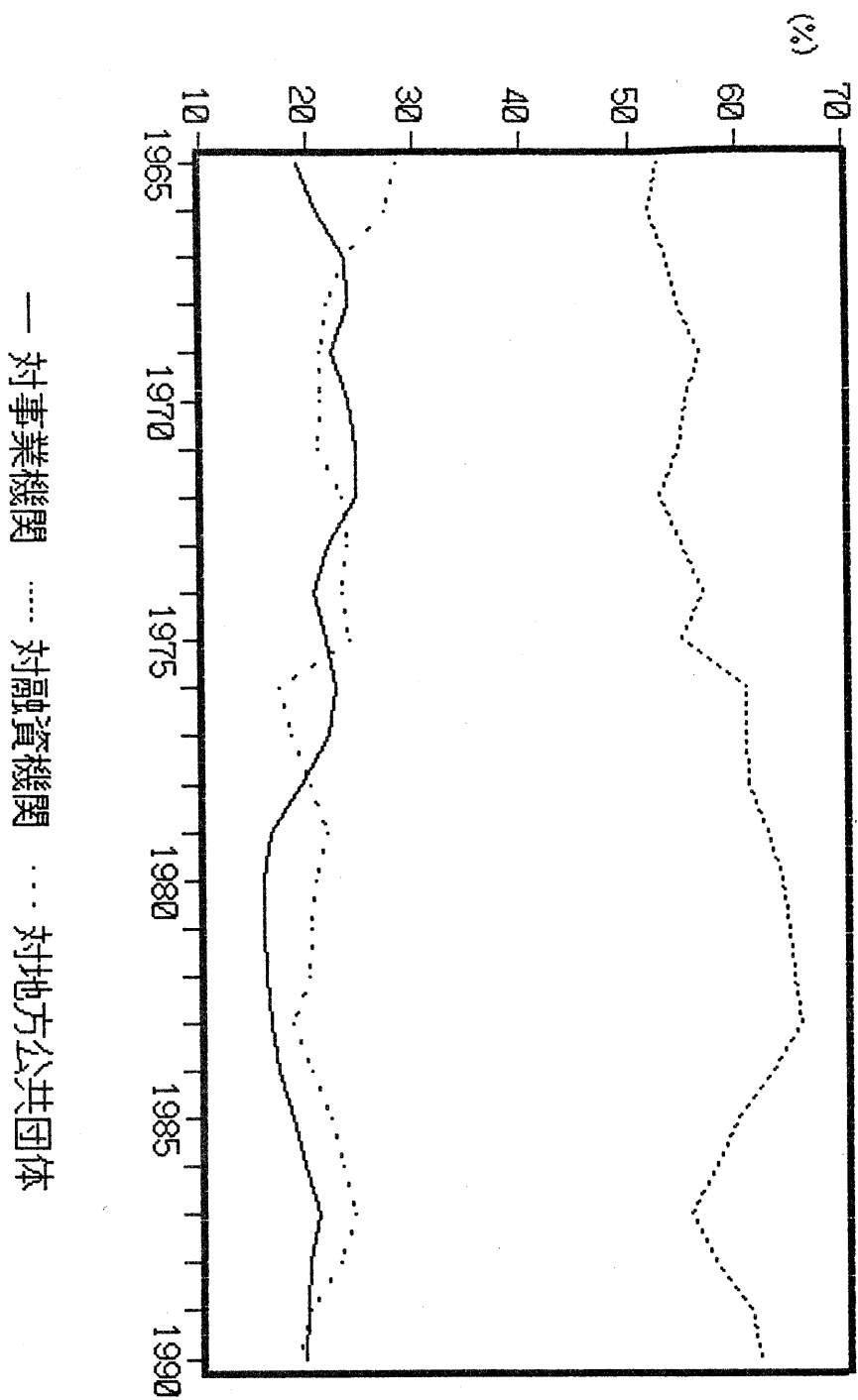
10億円以上の大口のロットから自由化が始まり、なかば規制金利商品であるMMC（市場金利連動型定期預金）も同じ時期にロット1億円以上から新製品が創設された。その後、最低ロットが段階的に引き下げられ、1989年10月からは、大口定期預金の最低残高は1000万円にまで引き下げられ、1993年には小口預金まで金利が完全に自由化される予定である。他方、MMCについては、順次最低預入単位が引き下げられ、1989年6月金融300万円単位の小口化が行われ、この際、民間金融機関と郵便貯金との市場金利運動型の共通商品（スーパーMMC）が作られ、イコール・フッティングが図られた。その後、小口化は100万円まで進んだ。

金融市場における金利の自由化は、公社債市場、とくに長期国債の流通市場からも始まった。第1次石油危機の際の大量の国債発行がきっかけとなり、1980年代には長期国債の流通市場において大量の売買高が成立し、自由な市場金利が形成されるに至った。短期金融市場においては、短期国債の発行量が多くないために信頼のおける流通価格の形成が困難であるので問題は残っているが、イールド曲線をもても一応金利裁定が働く自由な市場が形成されたとみてよい。

公的金融のシステムは、元来規制金利体系を前提に金利が付されていた。すなわち、短期金利（預金金利）に対してある程度の利差を設けて短期貸付のプライム・レートが設定され、これよりやや高いところに長期国債の発行利回りが付された。金融債（5年利付債）の発行利回りに0.9%前後の利差をつけて、長期プライム・レートが付された。このような金利体系の下で、資金運用部が預託金に付ける預託金利は、長期国債の発行利回りよりも多少低いところにほぼ固定的に設定された。政府金融機関の貸付の基準金利は、長期プライム・レートであり、定額預金の最長期間の貯金金利が預託金利よりもやや低いところに付されているという形で公的金融の金利体系が規制金利の体系に組み込まれていた。

金利の自由化が進行して、このような金利体系は当然のことながら、大きな影響を受けることとなった。それは、主として流通市場における長短の金利が自由に形成されることで、利回り曲線が公的金融が前提とする順イールドの金利体系を保証せず、逆イールドが成立することが発生したからである。特に、金利低下が予想される時期には、長期金利が短期金利よりも低くなる傾向がみられた。規制金利の体系の矛盾は、このような時期に集中的に発生したのであるが、規制金利の体系はとにもかくにも維持されている。

第7図：財投計画の運用



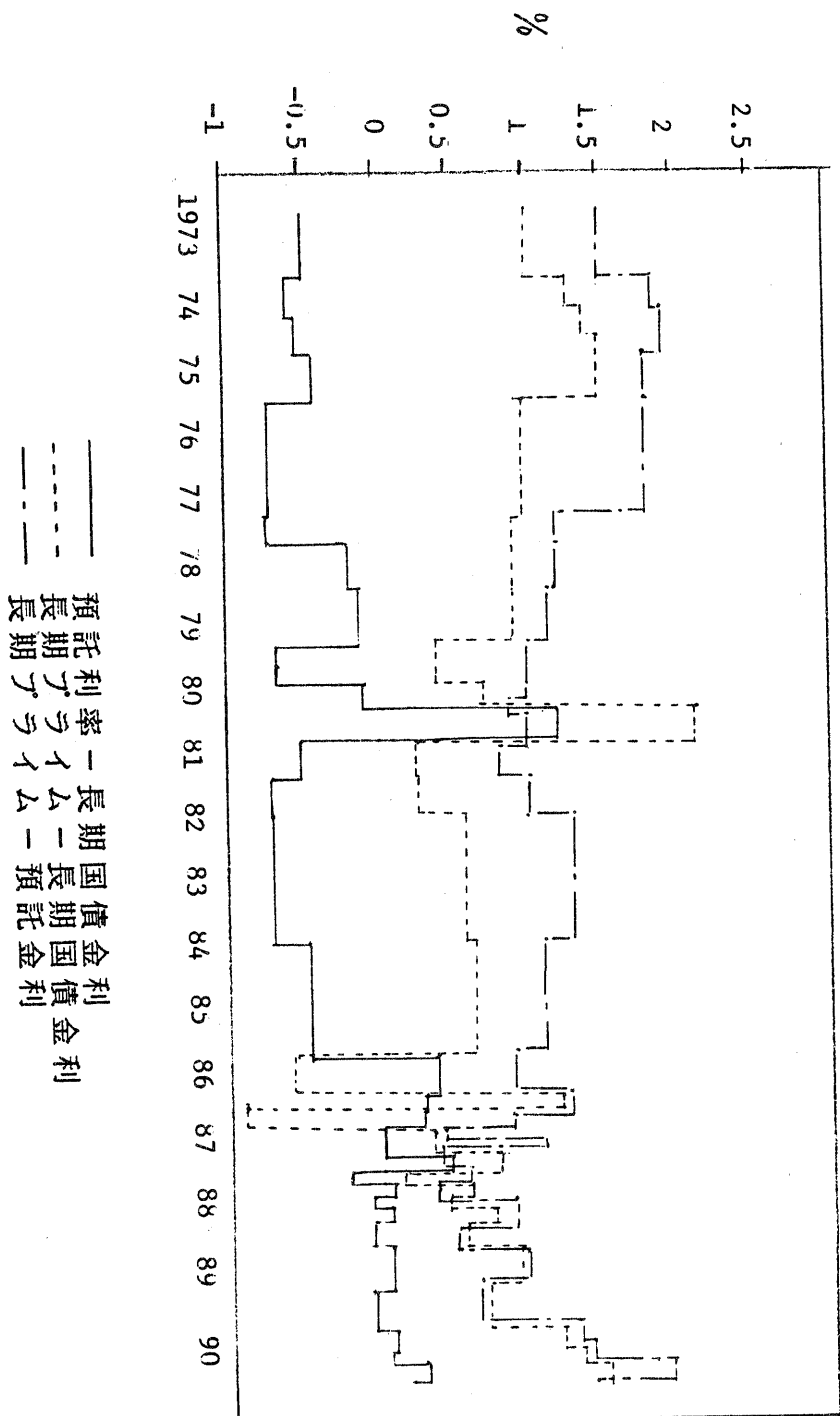
金利の自由化によって公的金融の世界がどのような影響を受けるであろうか。まずは民間の金融仲介のプロセスが効率化されることによって、同じ満期をとれば貸付金利と預金金利の差が縮小することになるだろう。事実民間金融機関におけるいわゆる利鞘は、よく知られているようにここ10数年間に顕著に低下した。公的金融のシステムも全体として民間金融の金利形成に制約されざるをえないから、規制金利を頻繁に変更して金利体系を自由金利に順応させざるをえない。いま、政府金融機関の貸付基準金利と郵便貯金の定額貯金の最長金利の差をとると、たとえば、1960年代には2.20%の利鞘が一貫して保証されていたが、1970年代後半からは、この差はかなり変動し、低いときには、1%強に下がり、傾向的に利鞘はある程度縮小したとみられる。別の表現をとれば1970年代前半まで規制金利体系の下でかなりの利鞘を稼ぐことができた民間金融機関と併存して公的金融システムは財政投融资を通じて基準金利（長期プライム・レート）よりも低い政策金利を利子補給なしに付利で融資しえたのである。公的金融は、いわば独自に低金利政策がとれたのである。

その他の公的金融をめぐる金利設定は、第8図からみるように金利自由化によって大きな影響を受けることになった。<sup>\*7</sup> まず、預託金利の水準については、金利の自由化以前では、平均的には預託金利が長期国債金利よりも低かった。1980年代前半においても、この傾向は続くが、この時期は郵便貯金への大幅な資金シフトがあり、郵便貯金側に定額貯金の有利性を高めるインセンティブが働きにくく、預託金利に高い金利を求める圧力は弱かった。しかし、その後、民間金融機関の競争力が回復するとともに、郵便貯金にとっても貯金金利をできる限り高くするために有利な預託金利を要求することになった。その結果、1980年代後半には、預託金利の水準は、平均的には長期国債金利と同じ水準になった。郵便貯金と厚生年金はこれよりも高い運用金利を要求したので、ついに資金運用部はいわゆる自主運用を認めざるをえなくなった。第8図に示されている長期プライム・レートと長期国債金利との金利差については、金利が自由化された時期以降に

---

<sup>\*7</sup> 第8図におけ長期国債利回りは応募者利回りである。なおこの図は預託金利の改訂時点での他の金利との利差をとったものであり、長期プライム・レートと長期国債利回りの変化がすべて跡づけられているわけではない。

第8図：公的金融と金利



において順イールドを守りながら付利された長期プライム・レートと市場金利である長期国債金利との間には金融緩和期には金利差が狭くなり、引締め期には上昇するという傾向が読みとれる。また、長期プライムと預託金利との利鞘は、政府金融機関の収益に対応するが、金利自由化前は、かなり高い利鞘（1%以上）であったのが、預託金利が長期国債金利に近づくとつれて利鞘が縮小し、特に1986年から88年にかけて0.5%前後となり、政府金融機関の収益は赤字という状況になった。

以上、金利の自由化は、財政投融资、ひいては政府金融機関に大きな影響を与えた。

## 5. 財政投融资の役割

いままでの議論を受けて、最後に今後の財政投融资の役割を検討しておこう。

まず、財政投融资の全体の金融仲介に占める比重は経験的にみれば、郵便貯金の動向に左右されてきた。1980年代終わりの税制改革によって郵便貯金の税制上の有利さはかなりうすれ、また定額貯金のもつ不安定性からその商品性が限定され始め、もはやかつてのように民間金融と公的金融との強い競合関係が発生する可能性は小さくなった。<sup>\*8</sup>

しかし、このような競合関係の弱まりによって公的金融、ひいては財政投融资が含む問題が解消されたわけではない。財政投融资はすでにその性格をある程度変えているのである。第4節で示したように、金利の自由化に伴って利子補給なしに公的金融が示しうる金利上の有利さは失われてきた。それと同時に、預託金利に長期国債金利以上を期待することも困難になり、郵便貯金や年金などのいわゆる自主運用の比重が高くなり、第1表でみるように国債引き受けを含めると25%前後に達している。この点は、すでに第一次石油危機以降国債引き受けがなされた時に始まったといってもよいが、いわゆる自主運用部門が自由にポートフォ

---

<sup>\*8</sup> ただし、アメリカのS & Lのような銀行倒産が生ずれば、あらためて公的保障のある公的金融が見直され、ある種の競合関係が生ずるであろう。

リオが組みかえられるとするならば、ローンを中心とした財政投融资は明らかに変質し始めたということができよう。いいかえるならばかりにローンを中心とする資金運用部を狭義の財政投融资とみるならば、機関投資家として実質的には別の公的主体が一部分公的金融に登場したことになる。そして民間金融との競合関係が全体として強くなれば、この部分の比重はさらに高まるであろう。

他方、財投計画中のローンの対象については、第7図に示されるように政府金融機関の比重は一貫して50%から60%半ばという高い比重を示している、おそらくこの政府金融機関の貸付のうち半分以上は利子補給を受けているのではあるまいか。\*9 金利の利鞘からみても財政投融资のうち利子補給にその政策効果を頼る部分の比重が増加しているのではあるまいか。利子補給ぬきの政府金融機関の融資についていえば、国債発行金利にほぼ等しい、融通金利プラス政府金融機関の経費率に見合った政府金融機関の貸付金利が民間金融機関の長期資金の貸付金利との高低が重要であり、おそらく民間金融機関が中小企業などに貸し出す金利、さらには実効金利などとの比較すれば、政府金融機関に優位が残っているかもしれない。なお、政府金融機関の方がより長期に固定金利によって貸し出せるという見方があるが、これは、政府金融機関の方が貸付にかんしてより長短の不適合が少ないかどうか、さらには貸付金利の変動に対してよりリスク負担に耐えられるかの判断に依存する。\*10

財政投融资の残りの融資対象である公企業（公団・事業団等）や地方政府は、はっきりと資金運用部が融資すべき固有の分野である。すなわち、公共部門の長期資金の調達に当たっては、もっとも信用度の高い債券（国債）に見合った低い調達コストでの資金借入れが必要とされるからである。現在の預託金利は、ほぼこのような金利水準であり、いわば、国債を発行して資金運用部が資金を調達しているとみなすことができる。このような見方からすれば、国債としての財投債発行の着想は決して奇異ではない。

---

\*9 利子補給の政策効果については、吉野・小椋[1984]を参照のこと。

\*10 この問題は、基本的には政府金融機関には倒産がなく、リスクが負担できる点をどうみるかに依存する。また、固定金利の場合には繰り上げ返済のリスクをどの主体がみるかも考えなくてはならない。

財政投融资の役割は、1970年代後半から徐々に変質した。ローンに頼る部分の比重は低下し、おそらくその傾向は続くであろう。他方ローンのうちでも対公共部門向けの貸付は今後とも必要不可欠な部分であろうが、政府金融機関向けの融資のもつ実効性は徐々に低下するであろう。財政投融资の源資に当たる部分、時に郵便貯金の公的金融に占める役割がどうなるかは、さらに複雑な要因に依存するであろうが、この点の検討は別の機会にゆずりたい。\*11

---

\*11 現在の規制金利体系が完全にくずれるのは、おそらく長期信用銀行制度の廃止とからんでいる。そのときには、公的金融金利にも逆イールドが成立するかもしれない。なお先進主要国の財投類似の制度との比較も興味深いが今後の研究課題として残したい。

参考文献

- 池尾和人 『日本の金融市場と組織』（東洋経済新報社、1985年）
- 岩田規久男「公的金融と金融自由化」 岩田・石川編 『日本経済研究』  
（東京大学出版会、1988年）
- 貝塚啓明 「公的金融について」 『経済学論集』 第47巻第3号（1981年a）  
----- 「金融における官業と民業」 『季刊現代経済』 第45号（1981年b）  
----- "A Comparative Study on Financial Development," Development  
in Japanese Economics, ed., by R. Sato and T. Negishi (Academic  
Press, 1989)この論文は翻訳して貝塚『日本の財政金融』（有斐閣  
1991年近刊）に再録。
- 松浦克己 「財政投融资—公的金融—の研究」 『経済分析』 第119号（1990  
年7月）
- 蠟山昌一 『日本の金融システム』（東洋経済新報社、1982年）
- 龍 昇吉 『現代日本の財政投融资』（東洋経済新報社、1988年）
- 吉野直行・小椋正立 「税制と財政投融资」 小宮・奥野・鈴木編 『日本の産  
業政策』（東京大学出版会、1984年）