

現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

——中島将隆氏の所説に寄せて——

山口義行

はじめに

- 一 現先取引の形態的特徴とその発生根拠
- 二 現先市場の生成・発展とコール市場の変容——中島説の検討(一)
- 三 現先市場の生成・発展と事業法人の市場参入——中島説の検討(二)

はじめに

債券の条件付売買⁽¹⁾は、従来証券会社によって、資金調達や「滞貨処理」⁽²⁾の一手段としてごく小規模に行われていたにすぎなかった。しかし、昭和四〇年代の前半に委託現先(後述)が本格化するとともに、その市場も急速に拡大し、四〇年代の後半には、その売買市場は一個の短期金融市場として確立するにいたった。今や、現先市場(条件付債券売買市場)は、コール

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

市場、手形売買市場と並ぶわが国の代表的な短期金融市場の一つとなっている。

(1) 債券の条件付売買は、中央銀行のオペレーション操作にも見られるが、ここで問題にしようというのは、こうした中央銀行の金融政策手段としてのそれではなく、証券会社と顧客との間で、あるいは証券会社を介して顧客相互の間で行われる条件付債券売買である。

(2) 債券の条件付売買は、募集債の売れ残り部分に対処するため昭和二四―五年ごろ、証券会社が「何時でも買い戻します」という条件を付けて債券を売却したのがきっかけだとされている。また、三六―七一年ごろにも公社債投信のはね返り玉を中小金融機関にはめ込むため、証券会社は債券の条件付売却にかなり積極的に取り組んだとされている。しかし、これらはいずれも、証券会社の「滞貨処理」

現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

一九二

手段としての性格が強く、四〇年代に入って以降のそれとはかなり性格が異っていた。

現先市場は、その生い立ちが自然発生的であること、市場参加主体が金融機関に限られず、さまざま多様であること、金融当局による介入が原則として行われない自由な競争市場であることなど、他の二大金融市場には見られない諸特徴を有しており、この点からも、その市場規模の急拡大と相まって、近年人々の強い関心を集めている。また最近では、「金利自由化」⁽³⁾、NCD（譲渡性定期預金）の創設、さらに金融・証券の国際化など、金融・債券市場をめぐる様々な論議との関連でも、現先市場への関心はますます強くなつてきている。

(3) 「外人が現先市場に参入可能となつたのは五四年五月からである。外人投資家の場合、ユーロ・달러金利やユーロ円預金金利などと現先との金利裁定行動を活発に行なうので、現先運用残高の増減はかなり著しい。たとえば、五五年二～三月には四三〇〇億円の運用残高にもぼつていたが、同年四～五月にはわずかに数百億円までに縮小している。また、五六年三月末には、約八〇〇〇億円と過去のピークを達成している。むかし、このこと自体、わが国の債券市場が国際化され、『広さ』も『深さ』も加つた証ということができよう」〔野村総合研究所編『債券運用と投資戦略』一九八〇年七月刊、二二～二ページ〕。

しかし、それにもかかわらず、現先市場については、その独

特の取引形態、公表資料の乏しさなどからいまだ不明瞭な点も少なくなく、その立ち入った研究も意外に少ない。とりわけ、かかる市場が何故に、昭和四〇年代に入って生成し、急速に発達したかといった点については、従来の諸研究によっても必ずしも十全に明らかにされているとは言いがたい。

そこで、本稿では、現先市場形成のもつ意義を明らかにするために、昭和四〇年代——とりわけ市場生成期とみなしうる四〇年代前半——の金融状況をふりかえりつつ、現先市場の生成・発展を引き起した諸事情について分析してみることにした。なお、この点については、中島将隆氏による先駆的な研究があり、またそれが今日通説となりつつあるので、以下では中島氏の所説の検討を通して、上記の点について考察を進めることにしよう。

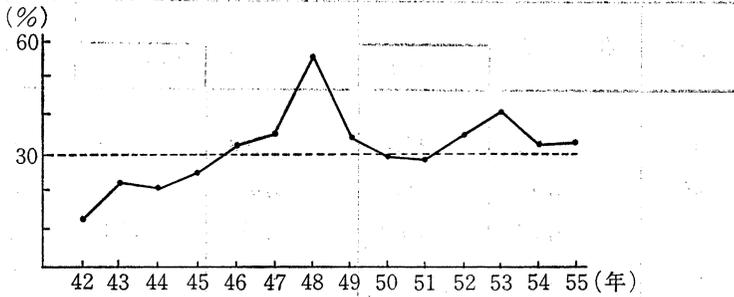
(4) 図一は短期金融市場における現先市場のウェイトの推移を示したのだが、それによると、四二年末には一三〇程度でしかなかった。現先市場の比重が、四五年末にはすでに二五〇程に達しており、その後は概ね三〇%前後で推移していることがわかる。四〇年代前半を現先市場の生成期とみなしうることは、この一事からも確認できる。

一 現先取引の形態的特徴と

その発生根拠

本題に入るまえに、ここで簡単に現先取引の仕組みやその特

図1 短期金融市場における現先市場のウェイト



- (注) 1. 野村総合研究所『公社債要覧』、日本銀行『経済統計年報』等から作成。
 2. ウェイトは、現先残高(年末)を、コール・手形市場(除く日銀オペ分)、CD市場、現先市場の合計残高(年末)で除して算出。

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

徴について見て、その特殊な取引形態が、わが国の債券・金融市場のどのような特質に根ざすものなのかを確認しておくことにしよう。

債券の現先取引というのは、言うまでもなく、一定期間(通常は一〜三ヶ月)経過後に、一定の価格で買戻す(売戻す)ことを条件にした債券売買である。取引開始時の売手側からみれば買戻条件付売却(売り現先)となり、買手側からみれば売戻条件付買付け(買い現先)となる。また現先取引は、証券会社の側から見て自己現先と委託現先に区別される。前者は、証券会社が債券ディラー金融の一環として活用しているものであり、したがって通常は条件付売却(資金調達)である⁽¹⁾。これに対し、委託現先というのは、証券会社が資金を必要とする取引先から売戻条件付で買付けた債券を、資金に余裕のある取引先へ買戻条件付で売却するというものである。したがってこの場合には、現先取引によってより社会的な資金過不足の調整が行われることになる。四〇年代の現先取引の活発化が短期金融市場の生成・発展を意味するものとして注目を集めたのは、それがこの委託現先の増加を中心に引き起されたものだからである。表一から取引残高の構成比を見ると、四二年末には自己現先が五三・四％、委託現先が四六・六％という割合であったがすでに四三年末には両者が逆転し、四九年末には委託現先が七三・九％を占めるにいたっている。

(1) 周知のように、流通市場での債券の取引には、証券取引所の開

表1 自己、委託別現先取引残高の推移

(単位: 億円, %)

年末	自 己		委 託		計
		構成比		構成比	
42	812	53.4	709	46.6	1,521
43	1,037	35.7	1,868	64.3	2,905
44	1,255	30.8	2,822	69.2	4,077
45	1,598	25.8	4,593	74.2	6,191
46	3,283	37.2	5,532	62.8	8,815
47	1,600	13.1	10,644	86.9	12,244
48	4,170	24.0	13,205	76.0	17,375
49	4,369	26.1	12,358	73.9	16,727

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

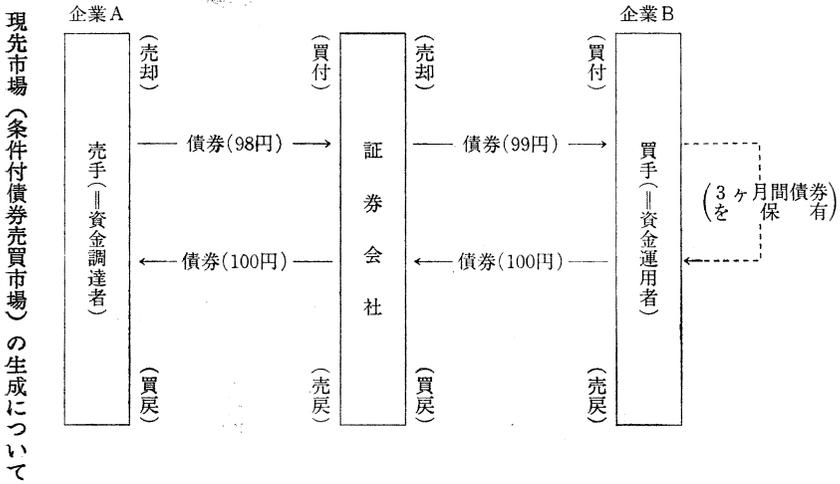
(資料) 証券業協会『証券業報』

設する市場で行う取引所取引と、証券会社がその店頭で仕切り売買の形式で——つまり証券会社が売手に対しては買い応じ、買手に対しては売り応じるといふ形で——行う店頭取引とがあるが、前者は数パーセントにすぎず、ほとんどの売買は店頭取引で行われている。その結果、証券会社の自己売買が、全体の約九割を占め、流通市場における需給の調整、流通性の維持は証券会社のディーラー活動に大きく依存することになる。しかし、そのためには、証券会社は商品在庫として債券を充分に持っていることが必要になる。自己現先は、そのための資金調達手段として活用されるわけである。ちなみに、証券会社の債券保有に係わる資金調達状況を見ると、自己現先による資金調達は、すでに四二年末に債券手持ち高合計の六一・三%を占めており、四九年末には六八・二%、五一年以降はさらに高まり、五三年一月末には九一・一%にもおよんでいる。

一九四

図二で、その委託現先の仕組みを簡単に見てみよう。この例では、まず企業Aが買戻しの条件を付けて手持ち債券を証券会社に九八円で売却する。証券会社は買い取った債券をほぼ同日中に企業Bに九九円で売却する(この差額一円は証券会社に「手数料」として帰属する)。そして、一定期間経過後(図では三ヶ月後)に、予め定められた価格一〇〇円で、企業Aは証券会社を介して企業Bから債券を買戻す。以上の取引によって、企業Aは短期の資金調達を、企業Bは短期の資金運用を行ったことになる。通常現先レートとして種々の統計資料で公表されているのは、顧客が証券会社から債券を条件付で買付ける

図2 委託現先の仕組み



現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

際の利回り（資金運用利回り）であり、この例では買手Bが獲得する売買益一元（利息相当分）を債券の買付価格（元本相当分）で除して金利換算したものである。なお、実際の取引では現先レートが先に決定され、それをもとに算出された資金運用益（利息相当分）を買付価格に上乘せして売戻価格（証券会社の側から見れば買戻価格）が決められる。

(2) 現先レートおよび売戻価格の算出について、こうした単純化が可能なのは具体的には割引債が売買される場合であり、利付債が売買される場合には債券の経過利息の問題が加わるため、若干複雑になるだけでなく、現象的には上記の説明とは一見反するかのような事態が生じうる。

利付債を売買する際、その取引が利払日と利払日の間で行われた場合には、前利払日の翌日から取引日までの利息を債券の買手が売手に支払うことになっている（この利息が経過利息と呼ばれるものである）。したがって、資金を利付債の条件付買入で運用する場合には割引債を条件付で買入れる場合とは異なり、資金運用者は債券の売買益に加えて、その債券を保有している期間（現先運用期間）に応じた経過利息——条件付で債券を買入れる際に支払う経過利息と、それを売戻す際に受け取る経過利息との差額——を入手できることになる。そこで、実際の取引では利付債を売買する場合には、この経過利息分だけ（それを考慮しない場合に比して）売戻価格を安くする——つまり売買益をそれだけ少なくする——ということが行われている。そのため、現先レートが債券の直接利回りを下回る場合には——この場合には、資金運用者が現先運用によって本来受け取

るべき運用益（現先レートから算出される利息相当分）よりも経過利息の方が大きいため——売戻価格は買付価格よりも逆に安くなるわけである。したがって、この場合、資金運用者は債券の売買損を計上することになり、反対に資金調達者の方が売買益を得ることになる。現先レートを上記のように資金運用者が受け取る売買益を金利換算したものとしてだけ観念していると、こうした事態はきわめて奇妙なものとして映るわけだが、それはあくまでも右のような事情から生じるものである。

さて、以上のような現先取引の仕組みから、かかる取引のもつ次のような基本的性格が明らかになる。すなわち、現先取引というのは、債券売買の形式をとってはいるが、通常の債券売買とは異なり、事実上たんなる資金の貸借行為にほかならないということである。条件付で債券を売却した企業Aは、一定期間後予め定められた価格で必ず債券を買戻し、しかもそのことによって一定の果実を相手側（企業B）に提供する。これは、借入れた資金を約定金利を付して返済することと事実上変わらない。また買手（企業B）にとっても、獲得しうる資金運用益はすでに最初の取引時に決定されており、通常の債券売買のように、その時々々の市場利率水準を反映して変動する債券の擬制資本価格の差から利得を得るといふのは本質的に異なっている。

このように、現先取引は事実上短期の資金貸借行為（金融取引）にほかならず、通常の債券売買とは本質的に異なるのだ

が、取引形態に内在するこうした特殊性——通常の債券売買との相違——は、債券の約定価格において端的にあらわれる。

擬制資本運動に基礎を置く通常の債券売買であれば、資金需給の変動は言うまでもなく取引される債券の価格に反映される。つまり、資金需給がひっ迫して市場利率が上がれば債券の価格は低下し、逆に資金需給が緩和して市場利率が下がれば債券の価格は上昇する。ところが、条件付債券売買は、こうした債券価格形成機能をもっていない。その場合には、資金需給の変動は現先レートの変動において表現されることになるからである。⁽³⁾言いかえれば、条件付で債券を売買する際に重要なのは、いくらで債券を売買するかではなく、その際の価格にどれだけ上乗せして反対売買の価格を設定するかにあるのだということである。したがって、将来の決済取引が確実に履行されるのが前提されるかぎりでは、当初の売買価格をいくらにするかは現先取引において本質的な問題ではない。それを市場の実勢を反映した価格にすることもできるし、それよりも高くすることもできる。また反対にそれよりも低く設定することもさえてできるわけである。⁽⁴⁾

(3) 「条件付債券売買は通常の債券価格形成機能をもたない、むしろ価格変動を回避して形成された取引形態であり、資金需給の変化は現先レート……の変動に集中的に表現される」(浜田博男「公社債市場の拡大と条件付債券売買」、『経済学雑誌』第七六巻第六号、七ページ)。

(4) 現先取引で実際にどのような価格で債券が売買されてきたのか、その実態は公式には明らかにされていない。ここでは、日本経済新聞社編『新しい公社債流通市場』(一九七九年初版)から最近の事例を引いておこう。

「五十年当時、銀行が時価をかなり下回る価格で現先売りし、売却益が出るのを抑え、また故意に売却損を出して利益隠しをした」(一〇三ページ)。

「四十八―四十九年当時、債券価格が急落した折、証券会社は自己現先で売却損を出すのを嫌い、時価よりも高い簿価で売り出した」(同ページ)。

「四十九年当時、事業法人は銀行から債券を借り入れ、それを現先売りして資金調達するという動きを活発化したが、こうした売り現先は債券価格が低落しているにもかかわらず大部分が額面での売買だった」(一〇三―一〇四ページ)。――以上、傍点―山口。

以上の事例からも、条件付で債券を売買する場合には、約定価格を市場実勢から離れず設定しうることも、またそうしたことが実際に行われてきたことは明らかである。なお、五一年三月に出された現先取引に関する大蔵省通達では、現先取引においても債券は市場実勢を反映した価格で売買されなければならないとしている。

現先売買という特殊な取引形態が、わが国で一定の必然性をもって自然発生してきたということも、何よりもまず、かかる取引形態のもつ右のような特質と密接に結びついている。

周知のように、戦後わが国では低金利政策を背景に、公社債

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

の発行条件は流通市場での実勢からかけ離れて低位に固定化されてきた。そのため、発行利回りとはほぼ恒常的にかい離しており、発行市場で購入した債券を流通市場で売却すれば大幅なキャピタル・ロスの発生が回避できないことが多かった。その結果、債券の流動化が困難になり、投資家は流通市場を短期資金の調達場として活用できず、流通市場は形骸化せざるをえなかった。現先取引はこうした状況下での独自な債券流動化手段として発達してきたのである。なぜなら、右に述べたように現先取引においては、債券の約定価格は必ずしも市場実勢を反映したものである必要はなく、それを実勢価格よりも高く設定して、そうでなければ売手に生じたであろうキャピタル・ロスを回避しつつ、短期資金を債券の(条件付)買手から売手へと移動させることが可能だからである。本来であれば通常の債券売買によって果されるべきこうした短期資金調整機能を、発行条件が低位に固定化され、流通市場が形骸化せざるをえないという状況下で、現先売買という特殊な取引形態が代行したのである。現先取引は、何よりもまず以上のような意味で、低金利政策――直接には債券発行条件の低位固定化――がその発生を必然ならしめた取引形態だといえる。⁽⁵⁾

(5) 「まさしくそれ(条件付債券売買―山口)は現実の債券市場がもつ機能的限界を補完するために自然発生的に形成されてきたものであった。低金利政策と間接金融が支配する金融機構のもつ債券市場は形骸化の途をたどってきた。流動化は日銀信用との関係で

保証されていたにすぎない。しかし、金融市場の構造的変化がこうした体系的債券流通市場にひとつの途をひらいた。条件付債券売買市場あるいは現先市場がそれであった。それは自由性短期金融市場であると同時に、債券市場に流動化の途をひらくという意味で長短金融市場を結びつけるものであった」（志村嘉一著『現代公社債論』東京大学出版会、一九七八年六月初版、二七一―二ページ）。

ところで、現先取引の発生と低金利政策との関連は以上述べたことに尽きるといっていいわけではない。というのは、右に述べたことは、主として債券を条件付で売却する側、つまり資金調達者の側から見た事情であるが、その際債券を購入する側、つまり資金運用者の側にとっても、自己の資金を現先取引で運用しようという背後にはやはり低金利政策が深く関係しているからである。

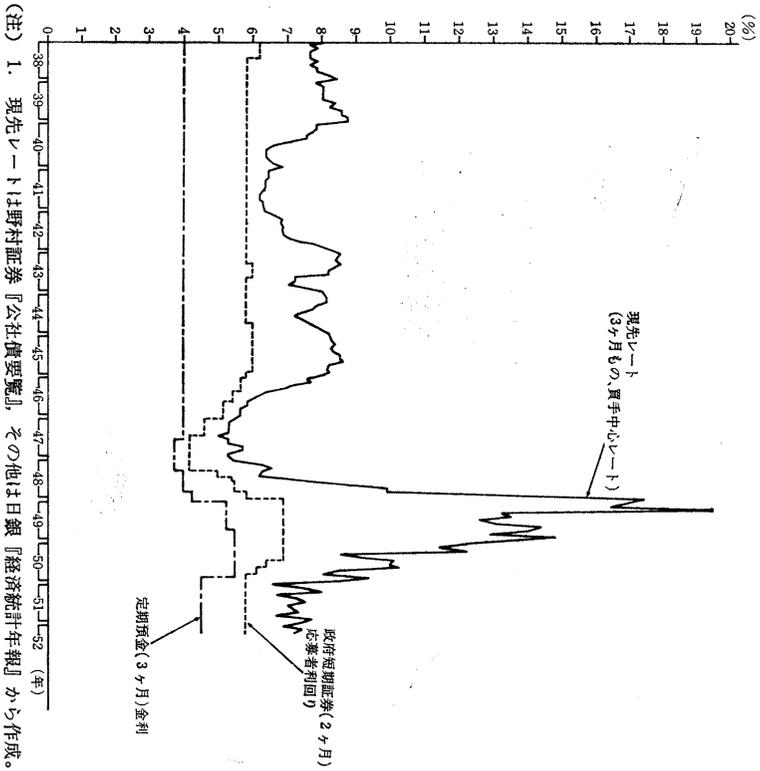
先にも述べたように、現先取引においては、その資金運用利回りは最初に債券を買付ける際にすでに確定されている。それは、当該債券の市場価格にその後どのような変動があっても——例えばそれが急激に下落したとしても——まったく影響されない。したがって、資金運用者の側から見れば、現先取引の最大のメリットは通常の債券売買に見られるような債券価格の下落に伴うリスクが回避しうる点にあるといえる。しかし、資金運用者にとつてのこうしたメリットは、何も現先取引によってだけ享受しようという性質のものではない。資金運用の確実

性という点だけからすれば、例えば政府短期証券を購入して満期日までそれを保有することによつても、あるいはまた銀行預金によつても満たしうるはずである。それにもかかわらず、現先取引という特殊な資金運用形態がわが国で発達せざるをえなかったのは、右にあげた資金運用形態では、政策的に規制されたきわめて低い利回りしか獲得できないという事情があったからにほかならない。

図三はこのことを明瞭に物語っている。現先レート（三か月もの、買手中心レート）が自由に活発に変動しているのに対し、政府短期証券（償還期間二か月）の応募者利回り、定期預金金利（三か月もの）は、それよりもかなり低い水準できわめて固定的な動きしか示していない。こうした事情はとくに、従来わが国唯一の短期金融市場であったコール市場——昭和四六年五月に設けられた手形売買市場もふくめて——に参加できない事業法人などにとつて、決定的に大きな意味をもっていた。それは、現先市場が常に——四〇年代後半以降においてはもちろん、四〇年代前半の市場生成期においてさえ——事業法人の短期資金運用の場として活用されてきたという事実のうちにこそ明瞭に示されている（表二）。

さて、以上見てきたように、現先取引は、低金利政策に規定されたわが国の債券・金融市場の構造に、その究極の発生根拠をもつ特殊な（金融的）債券売買取引である。ところで、現先取引を発生せしめたと目されるこの低金利政策は、わが国の戦

図3 諸金利の推移



現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

表2 条件付債券売買の主体別構成

(昭和40年～45年)

(平均ベース, %)

	資金運用	資金調達
銀行	4.2	42.6
農林系統金融機関	5.7	3.4
相互・信託	1.7	3.9
生損保	0.0	11.3
投信	2.0	0.7
事業法人	41.4	3.4
その他の	45.1	1.7
証券会社	—	32.8
合計	100.0	100.0

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

(昭和46年～51年)

(平均ベース, %)

	資金運用	資金調達
銀行	1.8	15.1
農林系統金融機関	5.2	14.4
相互・信託	1.6	14.4
生損保	0.6	5.8
投信	2.8	0.2
事業法人	67.6	25.9
その他の	20.3	3.7
証券会社	—	20.4
合計	100.0	100.0

二〇〇

(注) 堀内昭義著『日本の金融政策』(東洋経済新報社, 1980年5月刊) 231-270ページ。

後一貫した政策基調である。それは四〇年代に入ってはじめて採用されたわけではない。ところが、現先市場は四〇年代に入ってはじめて急速に発展し——とくに、委託現先は三〇年代まではほとんど見られず、また自己現先も農林系統金融機関や官庁共済組合など、特定のところを相手に小規模に行われていたにすぎず、およそ市場と呼ばれうるようなものではなかったとされている——その後半には一個の短期金融市場として確立したのである。これはどういふわけなのか。四〇年代、現先市場を生成・発展させた事情は一体どのようなものであったのか。この問題は、以上見てきたのとは異なったレベルの考察を必要とする。以下、本稿ではこの問題へと立ち入ってゆくことにしよう。

二 現先市場の生成・発展と

コール市場の変容

——中島説の検討(一)——

さて、右に挙げた問題を最初に提起され、早くからそれに就いて一定の解答を示してこられたのは、中島将隆氏であった。氏は言われる。

「条件付債券売買市場の発生がいかに戦後の金融構造の歪みの中に根柢をおいているとはいへ、人為的低金利政策ということだけからこの市場の発展を説明することができない。何故なら、低金利政策はその重点を移行させつつも終戦直後から今日

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

にいたるまで、一貫した金融政策の基調となっているからである。問題は、なぜ三〇年代ではなく、四〇年代においてこの市場が発展したのか、という点にある」(中島将隆「低金利政策下における債券流通市場」『証券経済』二二二号、一九七五年七月、三六ページ 傍点―山口)。

本稿では、中島氏の見解の検討を通して、右の問題の考察を進めていくことにしよう。

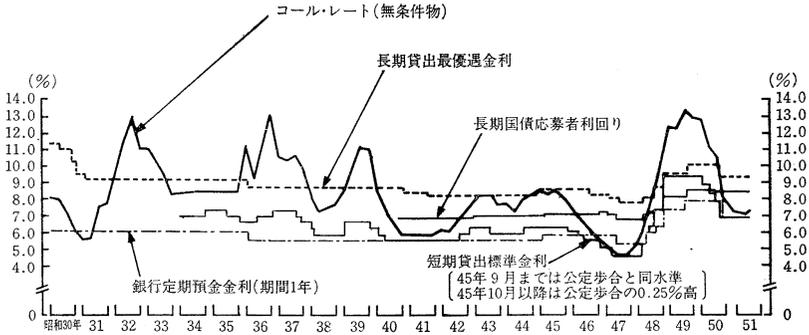
さて、氏は言われる。

「四〇年代において、条件付債券売買市場が何故拡大したのか、という問題は、まず、四〇年代における短期金融市場は三〇年代と比較してどのような変化をとげたのか、という点から検討されねばならない」(同上、同ページ)。

当時短期金融市場といえば、言うまでもなくコール市場である。このコール市場に、四〇年代に入ってからどのような変化が生じたのか、氏はこの点を検討して問題解決の糸口を見いだそうとされるわけである。

周知のように、三〇年代のコール市場は、都銀の限界資金調達場として、また中小金融機関の短期資金運用の場として活用され、低金利政策下の唯一の自由性短資市場としての意義を発揮していた。他の諸金利が人為的に低位に固定化されているなかで、コール・レートだけは活発な変動を示し、その水準もかなり高い位置にあった。ところが、図四からも明らかのように、四〇年代に入ると、コール・レートの動きが一変して落ち着

図4 主要金利の推移



- (注) 1. コール・レートは月末の四半期平均。
 2. 日銀『わが国の金融制度』。

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

きを見せるようになり、かつてのような高騰は、四八年末まで生じていない。中島氏が注目されたのも当然この点である。氏はこれを、四〇年以降の長期国債の発行に伴って「都市銀行がコールをとって国債を引き受けても逆ざやにならないようにコール・レートが管理されている」(同上、三上十七ページ)ことを示すものだとし、こうしたコール・レート「管理」こそが、新たな自由性短期金融市場としての現先市場を生成せしめたのだと主張されるのである。

「国債発行を容易にするためコール市場が管理されるようになると、自由性資金の運用と調達は規制を受けない市場へ移動することになる。条件付債券売買市場はこうした規制を全く受けることのない市場として、自由性資金の需給はその多くの部分がコール市場から条件付債券売買市場へ移動することになった」(同上、三七ページ)。

四〇年代に入るとコール市場が国債発行を容易にするため管理されるようになり、そのことが、コール市場での資金需給を現先市場へシフトさせたのだ、というわけである。「三〇年代ではなく四〇年代において」現先市場が発展した最大の理由を、中島氏は何よりもまずこの点に求められるのである。

(1) 同様の主張は浜田博男氏においても見られる。

「金融機関の国債消化を支持するためそれまで自由市場として資金需給実勢を反映して伸縮性をしめしてきたコール市場までが日銀の管理下に組みこまれ抑制的に運営されることになった……。コ

ール・レートはこのあと国債流通利回りの範囲内にはばコントロールされている。このためにこのコール市場にかわるものとして条件付債券売買市場が、自由な短期資金の調達・運用市場として利用されることになる」(前掲論文、九ページ)。

そこで以下、我々は、四〇年代に入ってから以降、コール・レートの動きの変化となつてあらわれたコール市場の変容が、現先市場の発展とどのような関連にあつたかを、四〇年代の市場生成期の金融状況をふりかえりながら考察して、右に見た中島氏の見解が果して首肯しうるものかどうか、検討してみることにしてしよう。

まずは四一年の状況から見ておくことが必要である。なぜなら、それは、中島氏の強調される「国債発行を容易にするため」のコール・レート「管理」がもっとも徹底して行われた年だからである。

四〇年中の不況を脱するため、四〇年の後半から財政支出の増大がはかられたが、この財政支出の増大を財源面から支えるため、周知のように、四一年一月から長期国債の発行がはじまつた。それは金融機関を主な消化先として行われ、その結果、その他公共債の増発と相まって金融機関の公共部門に対する与信幅を拡大させた。そこで、日銀は、四〇年後半以降の金融緩和基調を維持すべく、金融市場の資金不足に対して、無条件買入オペによる長期資金の供給のほか、短期的な金融調節手段とし

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

表3 コール・レートの推移

(単位:%)

年月	無条件	月越	年月	無条件	月越	年月	無条件	月越
40 1	8.40	9.49	41 1	5.84	6.57	42 1	5.84	6.57
2	8.40	9.49	2	5.84	6.57	2	6.21	6.75
3	8.40	9.13	3	5.84	6.57	3	6.21	6.94
4	7.30~7.67	9.13	4	5.84	6.57	4	5.84	6.57
5	7.30	8.03	5	5.84	6.57	5	5.84	6.57
6	6.57~6.94	7.67	6	5.84	6.57	6	6.21	6.94
7	6.57	7.30	7	5.84	6.57	7	6.57	6.94
8	6.57	7.30	8	5.84	6.57	8	6.57	7.30
9	6.21	6.94	9	5.84	6.57	9	6.94	7.67
10	5.84	6.57	10	5.84	6.57	10	6.94	7.67
11	5.84	6.57	11	5.84	6.57	11	6.94	7.67
12	5.84	6.57	12	5.84	6.57	12	7.30	8.03

(資料) 日銀『統計年報』

て、短資業者向けに政府短期証券の売買を活発に行つた。このため、金融市場はおおむね緩和基調を持續し、コール・レートは無条件もの一銭六厘（年率五・八四％）、月越もの一銭八厘（六・五七％）の水準が、四〇年一〇月以降、四二年一月までひきつづき維持されたのである（表三）。

当時、戦後最低といわれたコール・レートの水準が、一六ヵ月にわたつてそのまま維持されたということ、そのレート水準が国債応募者利回りを下回つていたことなどから、当時の日銀の政策がたんに景気回復のため緩和基調を維持するといふだけでなく、中島氏のいわれるように「都市銀行がコールをとつて国債を引き受けても逆ざやにならないようにコール・レート」の動きを抑制しようというものであつたことは容易に推察しうる。問題は、このことが短期金融市場としての現先市場の生成・發展を引き起す契機となりえたかどうか、という点である。

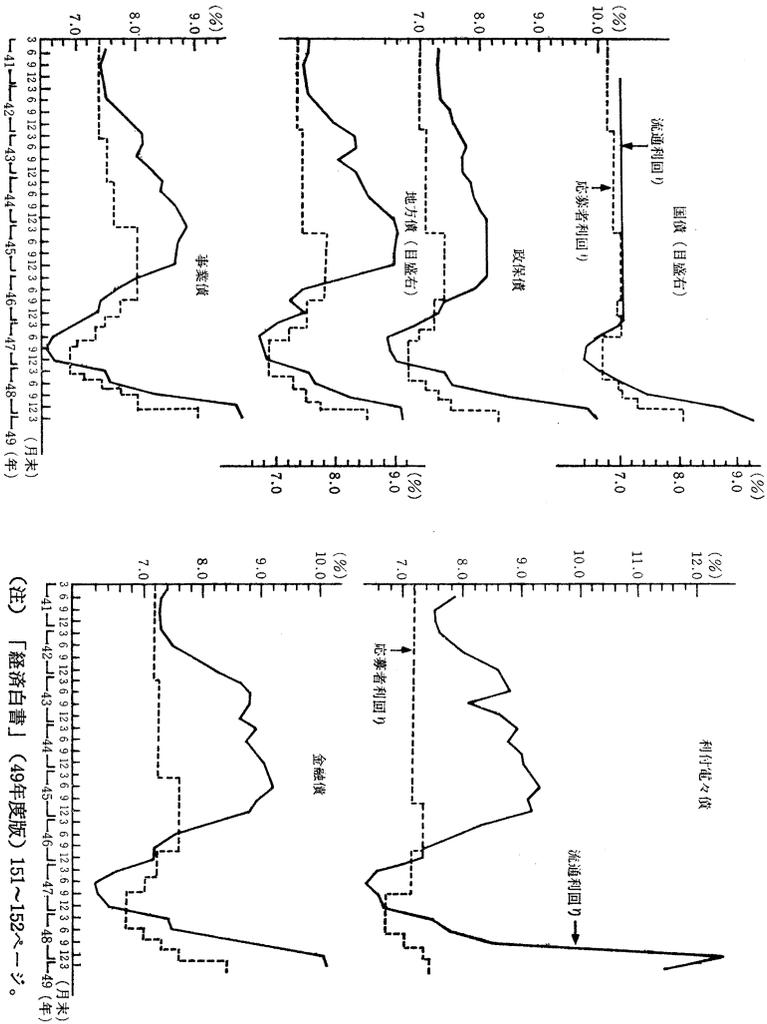
日銀によるコール・レートの低位固定化策は、まず既發債市場に次のような影響を及ぼした。すなわち、(一)四〇年のコール・レートの急速な低下と、その後の低位安定によつて、従来コール市場で運用されていた農林系統金融機関などの余裕資金が既發債の購入にまわされたこと、(二)そのため、既發債利回りが下がり（債券価格が上昇し）、都銀がほぼ売却損を出すことなく手持ち債券を売却することが可能になり（四五）、都銀の債券売却が促進されたこと、である。つまり、国債消化を促進したコール・レートの低位固定化策は、金融機関相互の資金需給を

コール市場から既發債市場へシフトさせ、既發債市場の活発化を促進したわけである。当時のこうした状況は、一見、中島氏の主張を裏付けるものであるかのように見える。しかし、ここで注意すべきことは、このようにして通常の債券売買が活発化したということが、そのまま現先取引の活発化を意味してゐたわけではないということである。

もちろん、コール市場からシフトしてきた農林系統金融機関などの余裕資金の一部が、当時条件付債券買入れにも回されたであろうことは推測しうる。しかし、これらの機関が証券会社の自己現先の相手方となつて、その余資を運用するということは三〇年代にも見られたことであるし、またそれだけのことであれば、中島氏の言われる資金需給のシフトということにはならない。問題はむしろ、当時の都銀による債券売却の活発化が同時に買戻条件付債券売却の活発化を意味するものであつたかどうか、言いかえると、右に見たコール・レートの低位固定化策が委託現先の本格化をもたらす契機たりえたかどうか、という点にある。

しかし、問題をこのように限定するならば、その答えは明らかに否定的である。そもそも、債券を条件付で売却することの最大の動機は、すでに見たように、それによつて債券売却に伴うキャピタル・ロスの発生が回避できるという点にある。すなわち、既發債利回りが応募者利回りを上回つており、普通に債券を売却しては大幅なキャピタル・ロスが生じてしまうという

図5 債券流通利回りと応募者利回り



〔注〕「経済白書」(49年度版) 151～152ページ。

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

状況下で、それを回避するための手段として条件付債券売却が必要になるわけである。ところが、当時見られた既発債市場の活発化は、既発債利回りが低下し、応募者利回りとのかい離が大幅に縮小したことを基礎にしているのである。したがって、そのかぎりでは、都銀は保有債券を条件付で売却しなければならぬ根拠はなかったわけである。そしてまた、このような状況をつくりだしたこと——条件付でなく売切りを可能にしたということ——に、コール・レートの低位固定化が既発債市場の活発化に果した意義があったのである。

(2) 「コール・レートの低位安定は債券市場の形成を現実のものとした。従来、コールの出し手であった中小金融機関、農林金融機関などの債券投資が促進され、金融機関相互間の資金不足の調整が債券売買の形で行なわれるようになった。都市銀行は国債の発行にそなえて、四〇年秋ごろから金融債、地方債を市中で売却したが、四〇年度中に約二二〇〇億円、四一年度中に約三八〇〇億円がほとんど、キャピタル・ロスを生ずることなく売却しえたといわれる」(『証券経済講座、第五巻』、東洋経済、一九六八年一月刊、二七五ページ 傍点—山口)。

したがって、四一年の状況を見るかぎりでは、中島氏の言われるように「国債発行を容易にするためコール・レートが管理され」たことが現先市場の発展——とりわけ委託現先の本格化——をもたらしたと考えることはできない。このことはむしろそれとは反対の方向に作用したと考えられるのである。

では、四〇年代の現先市場の拡大を特徴づける委託現先の本格的発展は一体いつごろから、どのようにして生じたのか。それは四二年に入ってから、しかも、都銀の資金ポジションの悪化と国際収支の悪化を背景に、日銀が右に見たコール・レートの低位固定化策を後退させ、金融引締め策へと転換したことを契機に生じているのである。

(3) 委託現先の本格化およびそれを主因にした現先市場の短期金融市場としての生成を、四年以降と見做すのは、市場精通者の共通した見解である。

「昭和四、二、四六年半までの金融逼迫期が、現先市場の本格的形成期であった」(久保慎二「自然発生的市場に宿る巧罪の錯綜」『金融財政事情』一九七五年一月二十四日号、二〇ページ、傍点—山口)。

「市場の本格的形成期は四十年代である。四十年代は前半の金融ひっ迫期に証券会社以外の売り手が登場、委託現先が発生した……/四十二、四十六年前半までの金融ひっ迫期は、もっぱら売り手のニーズによって市場が形成された」(日本経済新聞社編、前掲書、二四ページ、傍点—山口)。

コール・レートが低位に固定化されている下で、すでに四一年六月ごろから金融市場は微妙に変化しはじめていた。それまで沈静をつづけてきた都市銀行の貸出ががやや増勢に転じ、預金歩留り率の低下と相まって資金ポジションが悪化傾向を示すようになってきたからである。資金ポジションの悪化は当然都

銀の外部負債への依存度を高めることになり、その結果、コール・マネーの需要は次第に高まった。こうした傾向は、四二年に入つて一層拡大し、低位に固定化されてきたコール・レートもじりじりと上昇を示しはじめた。こうした中で、既発債市況は四二年春ごろから軟化しはじめる。都銀が資金ポジション悪化から、金融債中心に保有債券の売却を強めた一方、買手側が先安期待もあつて買い渋る動きを見せはじめたからである。

こうして、一時はほとんど解消した既発債利回りと応募者利回りとのかい離が再び拡大しはじめることになる。そして、この傾向を決定的にしたのが、四二年八月以降の日銀による都銀への資金ポジション指導の強化、すなわち金融引締め政策への転換である。この間の事情を、『経済月報』(経済企画庁)四二年一二月号は次のように書いている。

「四一年度下期ごろからの日銀の市場調節態度は、これ以上緩和ははからないといった、いわば中立的立場へ転換し、コール・レートは、季節的要因によつて上下することとなった。しかし、国際収支の基調悪化が顕著になつたことから、日銀は八月から、都銀等に対してポジション指導を強化して警戒的立場に転じ、九月一日から公定歩合引上げをはじめとする金融引締め措置を發動して、抑制的立場に転換した。そして九月一ヶ月に生じた資金余剰も、政府短期証券の短資業者向け売りオペと日銀貸出の返済圧力によつて吸収したため、金融市場は、例年のような季節的引緩み感もなく推移した。日銀のこのような

市場調節態度を反映して、季節的繁忙月である一二月に入ると、コール・レートは、さらに一運上昇し、年間を通じて各条件物とも四厘上昇した」(四九ページ)。

「コール・レートは八、九、一二月と上昇したことから、電々債と金融債をのぞく他の債券利回りを上回ることとなり、先行きの金融情勢ひつ迫見通しも絡んでコール資金の出し手でもある農林系統金融機関や中小金融機関の既発債への買い意欲を弱め、既発債市況をいつそう悪化させる動きをもつた。また、こうした債券相場下落は、前年にはかなり接近した既発債と新発債の利回りをふたたび大きくかい離させた。このため……都銀などの既発債売却の際には相当大きなキャピタル・ロスを生じることとなつた」(五四ページ)。

貸出の増加、預金歩留り率の低下、さらには日銀によるポジション指導の強化という状況下で、都銀は追加資金の調達、ポジション改善のため、保有債券の売却を強いられた。ところが、右に見たように債券相場は下落し、普通に債券を売却しては大幅なキャピタル・ロスの発生が回避できない。そこで都銀はキャピタル・ロスの発生を回避すべく、買戻条件付で債券の売却を行ったのである。

「四二年中頃から金融が引締りに転じたために、都銀は窓口規制、資金ポジション指導の強化から、債券売却を迫られ、一方債券の市場価格も下落しており、売却損回避と保有債券の流動化のために現先売買を多用化した」(遠藤恒雄「債券の条件付売

表4 主体別条件付債券売買残高構成比

(単位：%)

		事業 法人	銀行	農林系統 金融機関	生・ 損保	相銀 信金	投資 信託	その他	合計
A 売却残高 (資金調達)	44年 3月	8	50	8	14	20			100
	45年 3月	31	40	2	11	2	—	14	100
	9月	39	32	3	9	2	1	14	100
	46年 3月	44	23	7	8	1	1	16	100
	9月	37	19	15	12	3	—	14	100
	47年 3月	19	14	28	11	16	—	12	100
	9月	13	9	32	12	20	1	13	100
	48年 3月	14	14	31	6	17	1	17	100
	9月	32	20	20	5	12	—	11	100
	49年 3月	50	20	5	7	8	—	10	100
B 買入残高 (資金運用)	44年 3月	52	3	14	0	31			
	45年 3月	49	1	14	—	1	—	35	100
	9月	52	4	8	—	2	—	34	100
	46年 3月	39	6	18	—	4	2	31	100
	9月	61	2	10	—	3	1	23	100
	47年 3月	66	1	6	1	1	4	21	100
	9月	60	3	3	—	—	4	30	100
	48年 3月	67	3	3	—	—	3	24	100
	9月	67	5	4	—	1	1	22	100
	49年 3月	57	6	8	1	4	2	22	100

(注) 1. 証券会社の売却残高(自己現先)を除いた構成比。
2. 『証券経済』122号, 28ページ。

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

買について」『証券金融』一九七三年二月号、三ページ。

こうして、現先市場に証券会社以外の売手が本格的に登場し、委託現先の本格的発展がもたらされたのである。

都銀の条件付債券売却は、金融引締め下にあった四三年七月まではもちろん、それ以降も増加していった。景気の急拡大に伴って貸出が増加してゆく中で、日銀が引続き引締め基調を維持したからである。表四は、現先取引残高の主体別構成比を示したもののだが、それを見ても、四三年度末（四四年三月末）の都銀の売残高シェアは五〇%を占め——ただし、これは証券会社が自己現先の結果としてもっているはずの売残高を除いた構成比であるが——他を大きく引離して、売手のトップを占めていることがわかる。この表から見ると、都銀が事業法人にその地位をゆずるのは、四五年九月末においてである。四〇年代前半の現先市場の生成過程は、ともなわず、都銀による条件付債券売却の活発化の過程であったといっても過言ではないであろう。

さて、我々はここで、今一度中島氏の議論に立返ってみることにしよう。

氏の主張は、長期国債の発行とともに「都銀がコールを取って国債を引き受けても逆ざやにならないようにコール・レートが管理され」るようになり、このことが、コール市場からの資金需給のシフトを引き起して現先市場の生成・発展をもたらしたのだというものであった。

現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

しかし、右に見た現先市場の生成過程は、さしあたり次の二点で中島氏の主張とはくい違っている。

まず第一には、先に述べたように、委託現先は、日銀が国債消化の促進からコール市場に積極的に介入し、コール・レートを低位に固定していた時期（四一年）に本格化してきたのではなく、むしろ反対に都銀の資金ポジションの悪化や国際収支の悪化から、日銀がかかる政策の後退を余儀なくされ、金融引締め政策へと転換した四二年ごろから本格化しはじめた、という点である。実際、コール・レートは、日銀のこうした政策転換によってすでに四二年末に国債応募者利回りを上回る結果になり、その後四三、四四、四五年とこれを上回ったまま推移している（前掲四四）。当時「都銀が、コールをとって国債を引き受け」れば明らかに逆ざやだったのである。現先市場はこうした状況下でこそ、急速な発展を見せたのである。

さらに重要なのは、こうした委託現先の本格化が、直接には日銀の都銀に対するポジション指導の強化によって引き起されたという点である。すなわち、ポジション指導が強化されたことによって、都銀は資金調達を従来のように外部負債の増加（コール取入れ）によってまかなうことが困難になり、そのため保有債券の売却による資金調達を余儀なくされたのである。これはたしかに、従来であればコール市場に向けられていたはずの資金需要が、日銀の政策運営によって現先市場へシフトさせられたことをあらわしている。しかし、こうした日銀の政策

運営それ自体を、中島氏が強調されるように金融機関による国債消化を促進するために行われたものと理解するわけにはいかない。もし、そうだとすれば、当時日銀は、国債消化を促進すべく、都銀のコール取入れを抑制したのだということになり、はなはだ奇妙なことになるからである。

(4) では、日銀は「国債発行を容易にするため」一体どのような処置を講じたのか。それはいうまでもなく、国債の買いオペレーションである。ちなみに、四二年度の国債市中消化額は六二〇〇億円であるが、日銀は同じ四二年度中に、右の市中消化額の約九一％にあたる五六三九億円の国債買いオペレーションを実施している。新規の国債発行によって民間から政府へ引き揚げられた資金のほとんどが、買いオペによる日銀から民間への資金供給で補てんされてきたことになる。

四二―三年の金融引締下で、コール・レートが従来のような急騰を示さなかったのも、その最大の理由は、こうした日銀の政策運営によるものである。つまり、都銀に対するポジション指導が強化されたため、都銀のコール市場での資金需要が抑制され、コール・レートが従来のような急騰を示さなかったのである。これをコール・レートの「管理」と呼ぶことは可能である。しかし、それは、四一年当時のように、日銀が自ら資金供給を増加させてコール・レートを低くおさえたというのではなく、反対にコール市場での資金需要の増加を抑制したため生じ

た事態なのである。この二つの政策のもつ意味は明らかに異なっている。現先市場の生成・発展とコール市場との関連を見る場合には、両者のちがいが重要なのだが、中島氏の議論では、すべてが「国債発行を容易にするため」という点で一括され、この肝心のちがいが事実上看過されてしまっているのである。

以上の考察で、中島氏の主張の問題点はおよそ明らかになったと思われる。しかし、これまでの考察では、なお今一つ重要な点が検討されていない。それは、四二、四三、四四年と活発に行われた都銀の条件付債券売却に対し、条件付債券買入れを活発化させて、現先市場の拡大を資金供給面から支えていったのはどういふ経済主体であったか、という点である。それが農林系統金融機関など、従来コール市場でその資金運用を行っていた金融機関であれば、現先市場の生成は基本的にはコール市場からの資金需給のシフトで説明しうることになる。だが、そうでなければ我々は、それとは異なった視点から、現先市場の生成を捉えてみる必要がある。以下、節をあらためて、この点について考察してみることになろう。

三 現先市場の生成・発展と

事業法人の市場参入

——中島説の検討(二)——

四二年後半から四〇年代の中頃にかけて活発に行われた都銀

による条件付債券売却の相手方は、主にどのような経済主体であったか。先にも述べたように、その中心がコール市場に参加しうる金融機関であったとすれば、当時の委託現先の拡大、したがってまた現先市場の発達は、コール市場からの資金需給シフトによって基本的に説明しえよう。しかし、実際には、当時都銀の委託現先の相手側の中心は、むしろ、コール市場に参加できない一般企業（事業法人）であったと言われているのである。

「四〇年以降に短期の条件付売買が急増しているが、これは都市銀行が売却損を抑え、しかも流動化する方法として短期の買戻条件付売却を利用したことが主因であった。その相手方は、余資運用を目的とした事業法人等が中心であった」（遠藤恒雄「主要投資家の債券売買動向」『証券金融』一九七三年六月号 四ページ、傍点―山口）。

四二年当時、すでに企業が現先市場へ資金運用者として参加していることは、四二年一二月号の日銀『調査月報』が、「最近大企業では資金の一時的運用のために短期の有価証券（そのうち一部は売戻条件付）を保有している例が多い」（二九ページ、（一）内原文）と記していることから確認しうる。しかし、右の遠藤氏の記述をより明確に裏付けるものとなっているのは、四三年度の条件付債券売買動向（図六）および四四年三月末の取引残高主体別構成比（前掲表四）である。

先にも述べたように、四三年は日銀の金融引締め下にあった

現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

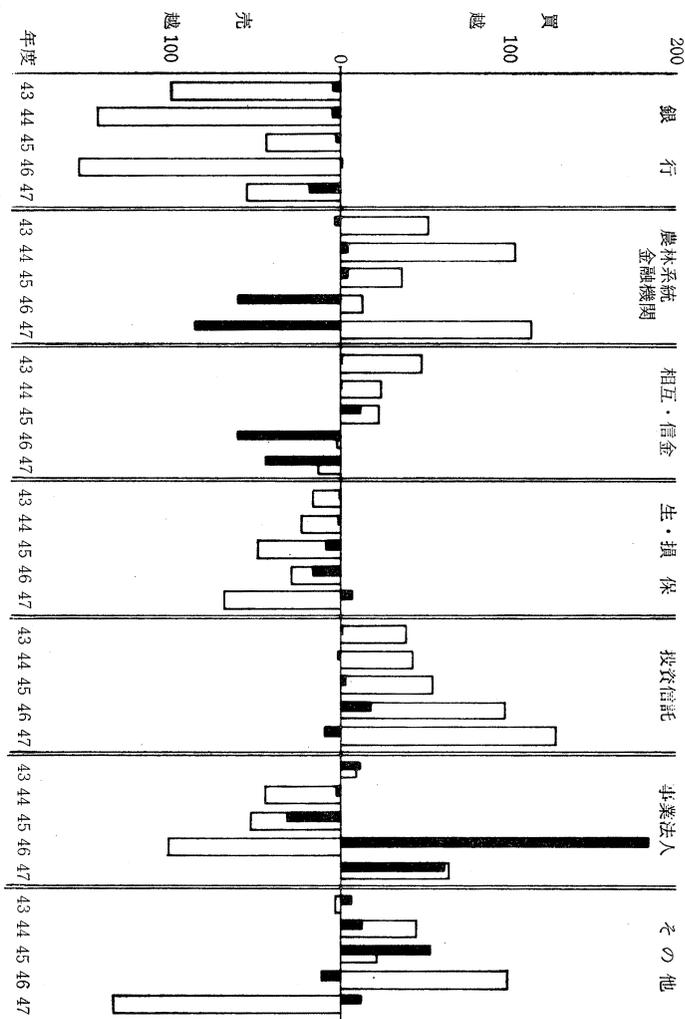
七月まではもちろん、その後も——日銀が引締め基調を維持したため——金融市場は資金ひっ迫下にあった。そのため、都銀は条件付債券売却を活発化させ、売戻金は当然売越となつていく。これに対応する形で、現先市場で買越を示しているのは、事業法人および官庁共済組合を中心とする「その他」であつていざれもコール市場には参加できない主体である。コール市場へ参加しうる農林系統金融機関は逆に売越を示しており、売戻尻から見るかぎり、むしろ資金調達者の側にまわつてい

る。また、前掲表四から四四年三月末の買手側の構成を見てみると、当時すでに事業法人が五二%の買戻高シェアをもち、農林系統金融機関を大きく引離して買手のトップにあることがわかつて余りある規模となつているのである。

こうした事実から見ると、四〇年代前半の現先市場は、都銀からの増大する資金調達要求と、事業法人（大企業）からの資金運用要求とがリンクする形で発展してきたと見做されるのである。⁽¹⁾それは、金融機関相互の資金需給がコール市場からそのままシフトしてきてもたらされたというのとは大きく異なつてい

る。四〇年代に入つて見られた現先市場の生成・発展を、コール市場からの資金需給のシフトということを中心に据えて説明する中島氏の見解は——それが右のような現実を正しく捉えていないという点で——むしろ誤つた現実認識に導くものだと

図6 投資家別売買動向



(注) 1. 銀行の43年度一般分売越額を100とする。

2. ■印は条件付売買。

3. 遠藤恒雄「主要投資家の債券売買動向」『証券金融』1973年6月) 11ページ。

いわざるをえない。

(1) こうした関係は前掲表二からも読みとれる。

(2) 念のために述べておけば、中島氏が四〇年代に現先市場の生成・発展をもたらした要因として挙げておられるのは、コール市場に関する事柄だけではない。氏は同じく国債発行との関連で、事業法人の市場参入契機についても述べられている。それは簡単に言えば次のようなことである。

氏によれば、国債消化を容易にするためにとられた政策は大きく二つある。一つは右に見たコール・レートの「管理」であり、今一つは金融債のオペレーション対象からの除外である。中島氏は、後者が事業法人の現先市場への参入の契機になったといわれるのである。すなわち、金融債が日銀のオペレーション対象から除外されたことによって、都銀の金融債消化意欲の減退が生じたため、これを補うものとして、長期信用銀行は企業に対し「金融債の置き合わせ融資」を行った、このことが、企業の現先市場への参入をもたらしたのだというわけである。

「利付金融債を半ば強制的に満期日まで保有することになった企業にとっては極大利潤を求めて保有債券を有利に運用しようとする要求が出てくるのは当然のことであろう。満期日まで保有し、更にキャピタル・ロスを生じることなく金融債を売買できる市場でこれを活用するというのが企業のこの市場での売却（資金調達）の側の契機である」（前掲論文、四一ページ）。

こうして氏は、事業法人の現先市場への参入もやはり国債発行が契機になっているとして、このことを強調されるのである。

現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

本稿では、この点についての立ち入った検討は試みないが、ただ次のことだけ述べておく必要がある。すなわち、金融債がオペレーション対象から除外されたという事実との関連で説明しうるのは——氏自身の引用の中で述べておられるように——、あくまでも事業法人の売手（資金調達者）としての市場参入契機であり、買手（資金運用者）としてのそれではないことである。しかし、右に見たように、四〇年代前半の現先市場生成期において、都銀からの活発な資金調達要求を支えたのは、事業法人である。したがって、「なぜ三〇年代ではなく四〇年代において」現先市場が発達したのかという問題を論じるのであれば、むしろ明らかにされなければならぬのは、事業法人の買手として市場参入がなぜ四〇年代に入っただけで生じたのかという点である。しかし、中島氏が右の引用の中で指摘しておられる事柄は、この肝心の点についてはほとんど説明要因たりえないのである。

ところで、四〇年代前半の現先市場の発展が、右に見たような資金需給の基本構造の下で——すなわち、一方における都銀の資金調達要求に対して、他方における事業法人の資金運用要求が対応するという形で——生じたのだとすれば、そこには次のような金融構造が前提されていたことになる。すなわち、一方において都銀が資金ひっ迫下にあるなかで、企業（大企業）の中にはかなりの資金余力——買戻条件付とはいえ債券買入れで短期資金の運用が行いうるほどの余力——をもつものが存在している、という構造である。これは三〇年代には見られな

った現象である。三〇年代には都銀の資金ひっ迫は同時に企業金融——大企業を含めて——のひっ迫を意味していたからである。とすれば、「なぜ三〇年代ではなく四〇年代において」現先市場が発展したのかという当初の問題は、むしろ、こうした金融構造がなぜ四〇年代に入って新しく出現したのかという問題として設定されるべきだということになる。

そこで以下では、ふたたび四〇年代前半の金融状況を、今度は企業金融を中心にふりかえってみることにしよう。現先市場の生成・発展が「なぜ三〇年代ではなく四〇年代において」生じたのかという問題は、むしろかかる側面からの分析によってこそ明らかにしうると考えられるのである。

事業法人が短期の余裕資金を債券買入で運用するということを活発に行うようになったのは、四一年ごろである。

その直接の理由は、当時すでに景気回復の過程にあったとはいえ、なおも大企業製造業における設備投資は停滞的であり、このことが一方における売上高の増加と相まって、投資比率（売上代金のうち投資支出として流出する資金の割合）を低下させ、これらの部門にかなりの余裕資金を生み出したことにある。さらにまた、現金払いなど受取条件の通常有利な財政部門に対する売上げや輸出が増加し、売上高に占めるこれらの割合が上昇したことによって投下資本の回収条件が好転したことや、三〇年代後半以降、とくに三七年ごろから膨張してきた企業間信用に一定の解きほぐしが生じ、大企業の与信超過幅が縮

小したことも、大企業の資金余裕を生みだす結果になった。こうして生じた余裕資金の一部が有価証券の購入に回されたわけである。

「企業流動性の高まりから大企業を中心とした優良企業の一部では金融機関に対する借入金返済の動きが表面化するとともに政府短期証券など有価証券購入の増大がみられるほどであった。市中の政府短期証券の保有額は三九年の九月末の一九億円から四〇年九月末には一五二億円、さらに四一年八月末には七二五億円にもおよんだ」（経済企画庁『経済月報』一九六六年一月号、一一〇ページ）。

ところで、ここで重要なのは、こうした企業金融のゆとりが同時に企業の自己金融力を飛躍的に高める結果になったことである。

表五に見られるように、企業（製造業）の自己金融力（内部資金〔内部留保＋減価償却〕／設備投資）は四一年度上期には一〇九・八％とピークに達している。また業種別に見ると、繊維の一七八・二％、電気機械の一七八・八％を筆頭に、造船一四五・六％、自動車一四五・七％、窯業・土石一四〇・七％、化学一三三・四％、一般機械一三五・四％といった具合に、一三〇％を上回る業種がかなり存在していることがわかる。つまり、これらの業種では、設備投資のすべてを自己資金でまかなってなおかなりの余裕があるという状況が生じていたわけである。

表5 自己金融力の推移

(単位：%)

	34/下	※ 36/上	36/下	37/上	38/上	※ 38/下	39/上	39/下	41/上	※ 42/上	42/下	43/上
製造業計	66.9	47.6	48.5	45.8	81.9	73.5	68.8	67.1	109.8	64.4	56.6	56.9
化学繊維	70.4	83.9	74.2	65.3	81.9	51.0	63.4	71.4	178.2	100.8	81.1	80.7
紙パルプ	40.4	44.7	39.4	54.4	106.4	100.0	74.7	71.2	65.5	78.5	55.3	60.0
化学	62.8	47.0	46.4	59.8	82.6	59.9	57.8	59.2	133.4	84.3	81.4	77.4
石油	87.6	27.3	30.2	36.9	41.5	50.9	57.2	70.0	75.0	36.0	40.2	33.2
窯業・土石	55.4	47.9	53.5	53.9	93.4	60.4	67.6	75.9	140.7	127.6	107.4	92.2
鉄鋼	59.1	39.3	39.9	25.9	64.3	89.7	64.7	64.9	79.5	32.6	24.8	25.3
一般機械	81.4	72.1	82.6	67.8	93.1	77.5	82.7	57.5	135.4	94.6	109.2	107.8
電気機械	63.7	50.5	43.5	52.2	113.0	92.1	98.4	95.7	176.8	121.4	112.8	112.4
造船	105.2	42.2	42.1	51.0	65.9	58.4	48.5	46.8	145.6	82.5	60.1	54.7
自動車	77.9	55.2	75.5	60.8	189.6	94.0	77.6	67.7	145.7	80.0	62.7	85.8
食品	74.7	39.1	42.4	37.0	62.1	83.5	70.7	61.1	92.4	64.9	51.3	45.4

(注) 1. 自己金融力は、内部留保+減価償却設備投資

2. ※印は金融引締め実施開始期を示す。
3. 『経済白書』(43年度版)53ページ。

現貨市場(条件付債券売買市場)の生成について

表6 外部資金調達比率の推移（製造業）
（単位：％）

31	上	66.4
	下	75.8
32	上	80.9
	下	69.9
33	上	63.9
	下	55.8
34	上	72.5
	下	74.2
35	上	75.4
	下	79.1
36	上	78.6
	下	79.2
37	上	79.2
	下	73.1
38	上	71.6
	下	75.2
39	上	75.5
	下	71.6
40	上	61.9
	下	52.9
41	上	51.5
	下	58.4
42	上	68.7

（注）日銀『主要企業経営分析』より作成。

こうした状況を反映して、企業の外部資金への依存も大きく減少したことは言うまでもない。表六から四一年度上期の外部資金調達比率（外部資金／外部資金＋内部資金）を見ると、製造業全体で五一・五％にまで低下し、過去最低の水準となっている。資金調達額の約半分が内部資金でまかなわれるという状態が出現したわけである。外部資金への依存が強い状況下では、一時的に生じた余裕資金も、主な資金調達先である金融機関への預金という形態で拘束され、資金効率を重視した余資運用を行うことはきわめて困難である。四一年の企業金融の状況は企業（一部大企業とはいえ）を、資金運用面におけるこうした拘束的な状態から一定解放し、その余裕資金を銀行預金の積み増しだけでなく、債券購入で運用することを可能にしたわけである。

さて、こうした企業金融のゆとりも、その後の景気拡大、設備投資の急増の中で、全体としては急速に後退していった。しかし、なおも大企業を中心にかなりの資金余裕を残したまま、

企業は四二年後半以降の金融引締めを迎えたのである。

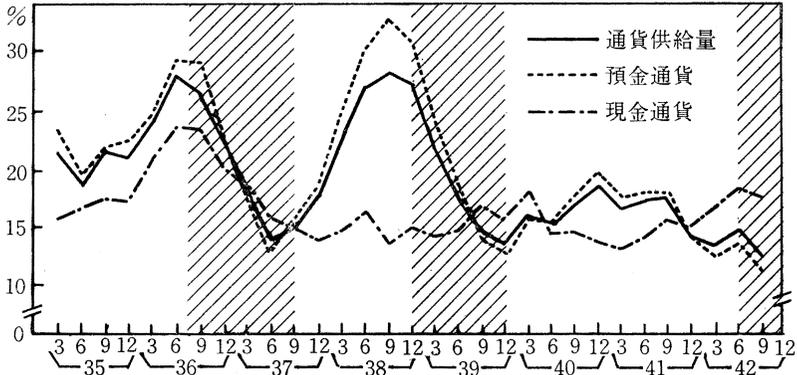
図七は、三〇年代後半から四二年の引締めに至るまでのマネー・サプライの推移を示したもののだが、三〇年代には金融引締め前に預金通貨の増加率が大幅に上昇し、現金通貨のそれを上回っているのに、四二年の引締め前には、預金通貨の増加率が従来に比して小さいだけでなく、現金通貨の増加率を下回っていることがわかる。このちがいは、当時の企業金融の状況を端的に示している。すなわち、三〇年代の引締め直前期には、企業は金融引締めに備えて、要求払預金の増加という形態で流動性の積増しを積極的に行ったのに、四二年の引締め前には、企業はこうした行動をとらなかつたということである。日銀『調査月報』（四二年二月号）は、これを「金融機関と企業との力関係の変化」（要旨）を示す一例として、次のように書いている。

「好況期に預金通貨の前年比増加率が、現金通貨のそれを大幅に下回ったのは、これまでにみられなかつたことである。こ

図7 マネー・サプライの推移

(残高の前年同期比増加率)

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について



(注) 日銀『調査月報』(42年12月号)20ページ。

これは①企業の自己資金調達比率が著しく上昇して、資金繰りに
 ついての自信を強めたこと、②金融機関側の貸出態度が積極化
 し、企業としてはいつでも融資を受けられるという安心感をも
 ったことの二つの要因から、企業(とくに大企業)が流動性の
 積み増しを極力抑制する態度をとったためと思われる。また今
 回大企業のなかには、手元流動性の形成として、預金よりも、
 市場性をもつ短期有価証券を選好する傾向もみられた。これは
 結局資金繰りが余裕含みのため、流動性よりも資金効率をより
 重視する傾向が生じた結果であるが、これがまた預金通貨需要
 を低める一つの理由になったと思われる」(二〇ページ)。

四二年後半から四三年前半にかけて行われた日銀の金融引締
 め政策、あるいはその後の慎重な政策運営も、都銀を中心に金
 融機関にかなりの資金ひっ迫をもたらしたものの、こうした企
 業金融のゆとりを業種間格差、企業間格差の広がりという形で
 根強く残し、結局のところ、それを完全には払拭できずに終っ
 たのである。それには種々の理由が考えられるが、なかでも重
 要なのは、以下の諸点である。

まず第一には、引締め政策下で、貸出が従来のような増勢鈍
 化を示さなかったことである。これは二つの事情に因ってい
 る。一つは、規制対象外の金融機関が、従来とは異なり引締め
 後も積極的に貸出を増加させたことである。すなわち、金融引
 締めが先に述べたようにポジジョン指導の強化を中心に実施さ
 れた結果、都銀のコール取入れが抑制され、コール・レートも

従来のような高騰を示さなかったため、中小金融機関の資金がコール市場へ吸収されてこれら機関の貸出の増勢が急速に鈍化するという、三〇年代に見られたような事態が生じなかったのである。さらに今一つは、四〇年代に入って以降、周知のように企業の輸出依存度が高まり（後掲図八）、輸出の急増とともに、規制の対象にならない輸出関係貸出が増加したことである。

第二には、公共債の増発に伴うマネー・フローの基調変化が一つの要因になっていると考えられる。企業からの租税増徴によってではなく、公共債（国債・地方債・政保債）を主として金融機関引受けによって発行し、これによって財政支出の増加が賄われるということは、とりもなおさず民間企業の側から言えば、銀行借入の増加を伴うことなく、その保有資金が増加するというところにほかならない。四〇年代に入って以降、かかる資金供給ルートが増大したことが、引締め効果の企業段階への浸透を遅らせる効果をもったであろうことは推測しうる。

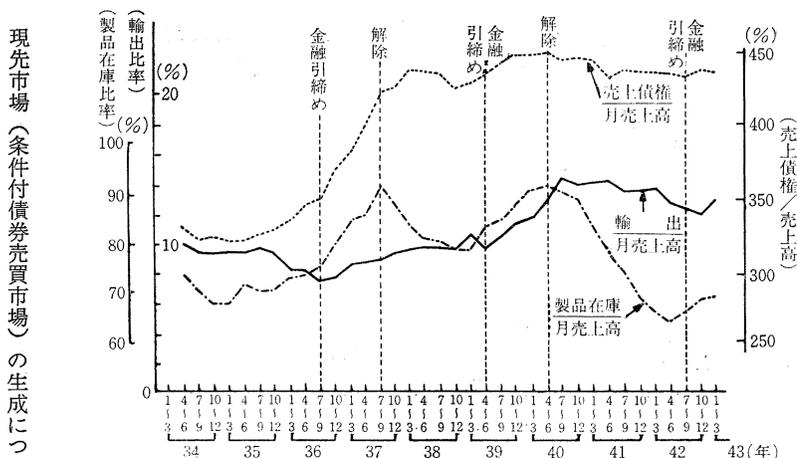
第三には、売上高の増加、企業収益の好調持続を背景に、企業が内部留保や減価償却を増加させ、積極的に企業体質の強化をはかってきたことがあげられる。実際、企業の自己金融力は引締め後低下傾向はみられるが、従来のようにどの業種も低下するということではなく、「収益力の大きい業種では設備投資が大幅に増加していても、自己金融力はひきつづき高水準を保っている」（『四三年度版経済白書』、五一ページ）。前掲表五によれば、四三年度上期の自己金融力は製造業全体で五六・九％とな

り、四一年度下期と比較して急速な低下を示しているが、そこにはかなりの業種間格差が存在していることがわかる。電気機械・一般機械ではなお一〇〇％を上回っているほか、窯業・土石九二・二％、自動車八五・八％、化繊八〇・七％と、八〇％台を上回る業種がかなり存在している。これは、三九年度下期や三七年度下期と比較して、明らかに新しい現象である。例えば、三九年度下期の場合、製造業全体では六七・一％と四三年度上期を上回る水準にあったが、電気機械の九五・七％以外はおおむね六〇％台、相対的に自己金融力の高い業種でも七〇％を若干上回るという水準にとどまっており、四三年度上期のそれとはかなり様相が異なっている。四〇年代に入って、企業の金融力に変化が生じていたことは明らかである。

最後に、財政や輸出に依存しながらも、四〇年不況を契機に实体经济は新たな拡大過程に入り、三〇年代末のように、大企業が押し込み販売を行わなければならないような供給過剰の状態にはなく、反対に、製品在庫率は著しく低下し、大企業の与信超過幅の拡大も従来にくらべて小さかったことなど（図八）が、大企業の資金ぐりを楽にした点が指摘されなければならない。

以上述べたような諸事情に起因して、四二年後半以降、都銀が日銀によるポジション指導強化を背景に資金調達難に陥っていく一方で、一部大企業がなおかなりの資金的ゆとりを残しているという特殊な金融構造が生みだされ、これが債券の条件

図8 売上高に対する売上債権、輸出、製品在庫の比率
(製造業、大企業)



現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

- (注) 1. 日銀「主要企業短期経済観測」より作成。
2. 季節修正値。
3. 『経済白書』（43年度版）51ページ。

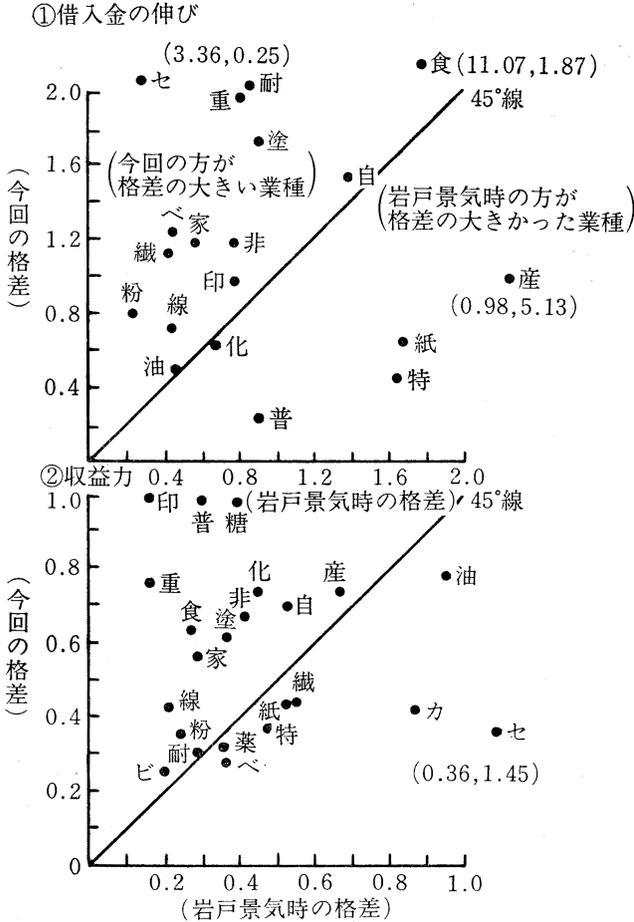
付売買を通しての短期資金の調整を引き起し、またそれを可能にしたのだと考えられる。「なぜ三〇年代ではなく四〇年代において」現先市場が発展したのかという問題の解答は、この点に求められるべきであろう。

ところで、企業（大企業）段階と銀行（都銀）段階で資金事情にかなりの乖離が存在するという右に述べたような状況は、その後、設備投資の増加によって、三〇年代に見られた「民間設備投資主導型」の高度成長・バターンが再び定着してゆく中で、徐々に薄れ、大企業に再び資金不足状態が見られるようになっていったことは言うまでもない。しかし、そこでも、企業金融面に新しい特徴が見られたことに注意すべきである。それは、資金調達力における企業間格差の拡大である。例えば、四年度版『経済白書』は次のように書いている。

「企業金融の動きのなかで従来にはみられなかったいくつかの特色があらわれた。その第一は資金調達力の企業間格差が目立ってきたことである。これは一つには、最近金融機関が従来にくらべ収益マインドを高め、つき合い取引の企業からは漸次後退をはかる一方、優良企業には積極的に融資する動きをみせているからである。また企業金融が引締まる過程で外資に対する依存も高まっている……。こうした過程で、優良成長企業と低成長企業との間の資金調達力の格差が漸次拡大する方向に向かったと考えられる」(四二ページ)。

実際、図九に明らかなように、四〇—四五年度の「景気上昇局

図9 企業間格差の動き



現先市場（条件付債券売買市場）の生成について

(注) 1. 三菱経済研究所「企業経営の分析」により作成。

2. 企業間格差は変動係数で示す。

$$\text{変動係数} = \frac{\text{標準偏差}}{\text{平均値}}$$

3. 借入金の伸びの指標には長・短借入金残高を採用。収益力の指標には、総資本収益率を採用。

4. 「昭和45年経済の回顧と課題」（企画庁『経済月報』），21ページより。なお、「今回」とは40—45年の景気上昇局面を指す。

面を岩戸景気時と比較すると、収益性、成長性の格差拡大を背景に借入金伸びの企業間格差が拡大している」(昭和四五年「経済の回顧と課題」企画庁『経済月報』二一ページ)ことがわかる。

資金調達力におけるこうした企業間格差の拡大は、四四年九月以降実施された金融引締め政策下では特に強くあらわれ、これは現先市場の資金需給構造にも反映している。

前掲図六によって、現先市場における売買尻動向を見みると、四四、四五年度と事業法人は売越を示しており、また前掲表四の残高構成比を見ても、四五年三月末には事業法人の売残高シェアが急速に増加しており、同年九月末には銀行を抜いて——証券会社の売残高を別にすれば——トップの地位(三九%)にある。ここには当時の大企業の資金ひっ迫状況が示されているが、この時期、事業法人は同時に買残高シェアにおいてもトップ(四五年三月末四九%、同年九月末五二%、四六年三月末三九%)にあり、企業間の資金過不足に大きな格差が存在していることがわかる。収益性・成長性の格差拡大を背景に生じた資金調達力の企業間格差が、現先市場における企業相互間の短期資金過不足の調整となつてあらわれていると考えられるのである。ちなみに、四五年度の条件付債券売買高を表七で見ると、三兆八六一億円にのぼり、これは前年度比一六五・九%の伸びであり、また債券売買高合計の四三・七%を占める数字である。

都銀の資金調達と企業の資金運用という資金需給構造の下

現先市場(条件付債券売買市場)の生成について

表7 公社債売買高(東京店頭市場)の推移

(単位:億円, %)

年度	売買高合計(A)	うち現先売買高(B)	B/A
43	50,122	10,024	19.9
44	60,750	14,519	23.8
45	88,154	38,611	43.7
46	112,566	54,948	48.8
47	153,994	86,389	56.0
48	227,881	140,374	61.5
49	378,745	225,934	59.6

(資料) 公社債引受協会『日本公社債市場史』(1979年)

で、その生成過程を開始した現先市場は、四四年の終わりごろから、企業相互間の短期資金調整の場としての比重を急速に高め、それとともにその売買高は飛躍的に増加したのである。ここにも、現先市場をコール・レート「管理」によって出現したコール市場の代替物として把え、かかる視点から現先市場の生成・発展を論じようとする中島氏らの見解と現実とのくい違いが明瞭に示されている。現先市場の発展は、むしろそれがコール市場に参加できない経済主体——事業法人——を中心にした短期金融市場の発展を意味するところにこそ、もつとも重要な意義があるのである。

(3) こうした観点から、中島氏らの通説の見解に疑問を投げかける論者は少なくない。例えば、石野典氏は次のように言われる、

「われわれも通説がみるように、コール市場への政策的介入を認めることが出来よう。しかし乍ら、現先市場がコール市場の変質によって、その地位として登場してきたという意見にはつぎの点から疑問に思うのである。／＼まず第一に、現先市場の市場参加者を見れば、現先市場ではむしろコール市場からはみ出された主体が市場の主たる構成者であることに注目される。すなわち、昭和四〇年代まで短期金融取引には全く縁の薄い証券会社や事業法人が現先市場の主体をなしていることである」(「短期金融市場としての現先市場」『証券経済学会年報』第一六号、一九八一年五月、四二ページ)。

また、堀内昭義氏も次のように書かれている、

「条件付債券売買市場の発達には、それをインター・バンクのコール資金市場に新たな部分がつけ加えられたものとして理解するより

も、むしろ、インター・バンクのコール資金市場に直接参加することのできない事業法人、証券会社等の経済主体にとって、短期資金の運用、調達を行うことができる新たなマネー・マーケットが発達したものと理解すべきであろう。このように理解すると、たとえ昭和四〇年代にはいってから、コール資金市場に対して何らかの『統制』が加えられたのだとしても、こうした統制を、条件付債券売買市場の発達の主因として強調するのは妥当ではないだろう」(『日本の金融政策』、東洋経済新報社、一九八〇年五月刊、二三三—四ページ)。

ただし、これらの論者の場合には、右の点を強調するあまり、逆に、都銀による条件付債券売却の多用化が、現先市場の生成・発展に果たした役割の重要性が軽視されている。四〇年代前半の現先市場の生成過程を特徴づけるのは、都銀からの資金調達要求と大企業からの資金運用要求とが、現先売買という形でリンクされていた姿であった。もちろん、そうは言っても、市場形成の意義という点からすれば、かかる過程を通してコール市場に参加できない事業法人等を主体とした短期金融市場が発達した、という点こそが強調されるべきであるが。実際、四〇年代後半には、現先市場における都銀の地位は著しく後退し(前掲表二)、その下で、現先市場は飛躍的拡大を遂げる。