

＝昭和51年度第1回役員研修＝

証券市場をめぐる諸問題と行政

大蔵省証券局 審議官 松 永 正 直

本協会では、協会の役員を対象に毎年2回、役員研修を実施しているが、このほど2月下旬から3月初旬にかけて東京、大阪、名古屋の各会場において、それぞれ2日間にわたり、「昭和51年度第1回役員研修」を実施した。

本稿はそのうちさる3月4日に東京研修センターにおいて行われた大蔵省証券局審議官松永正直氏の「証券市場をめぐる諸問題と行政」と題する講義を要約したものである。

1. 最近の金融動向

オイルショックによる狂乱物価、インフレの出現の後、政府は財政・金融両面から引締政策を展開し、それが次第に功を奏して、昨年あたりから物価の鎮静化、インフレの収束が目に見えてきた。しかし、一方において景気の沈滞から経済活動は停滞し、失業、企業倒産という現象がでてきている。

証券市場においても、金融政策の一環として、昨年末、事業債を中心に長期金利の引下げが行われたが、昨年末から今年初めにかけては、金融緩和基調がはっきり現われており、コールレート、割手レート、現先レートにおいて金利の低下が見られる。これをうけて短期金融市場、公社債市場等にも相当様変りの様相が出てきている。

最近の証券市場の活況は、企業の手許流動性が増えてきて、それが証券市場に向けられているからだと言われている。一部には、46～7年頃と同じような過剰流動性が出ているのではないかと懸念があるが、今の段階ではそれは当たらないと思う。確かに通貨供給量は昨年末から今年にかけて少しずつ増加してきているが、46～7年当時の増加率は、対前年同期比でピーク時には20%を超えていた。昨年末のこの数字は14.5%であるから、まだ異常であるとは言えない。日本経済は、マクロ的にみると回復基調にあるが、個々の業種によってその程度には差がある。それを反映して、企業の手許流動性も業種によってばらつきがあり、一部では流動性の高いところもあるが、全体としてみればそうでもない。かつての狂乱物価当時には、金融機関あるいは事業法人の買いが大きかったが、本年1月の結果を分析してみると、事業法人は逆に売越しであり、買越しの中心は、一部の信用買いを利用している個人、外人投資家、投信等である。今後の情勢は注意深く見守っていく必要があるが、今のところまだかつての情勢とは異なっており、直ちに過剰流動性と結びつけて考える必要はない。少なくとも今年の夏頃までは、現在の金融緩和基調は続いていくとみてよいだろう。

大量の国債発行が具体的にになってきた昨年の夏から秋にかけて、公共資金の需要増大に伴って民間資金が圧迫されるのではないかということが一部では相当懸念されたが、民間の資金需要が余り強くなかったこともあり、現実にはそういうことは起らなかった。

先般、国会に中期の財政見通しを出しているが、その中でも、今後5年間程は相当膨大な赤字を覚悟しなければならないので、大量の国債発行が続くだろうとなっている。

一方において、民間の資金需要は次第に増えてくる。それは、景気回復、経済の安定成長のためには好ましいことだが、そのときに公共部門と民間部門との資金需要を、物価やインフレ問題に配慮しつついかによく調整していくかが重要な問題となろう。

2. 公社債市場の動向と当面の問題

(1) 優位に立った公共債

40年度に国債が発行されてから既に10年経過したが、その間約1割の個人消化を証券界の協力を得て達成してきた。最近、国の財政赤字が大きくなってきて、昨年9月以降国債の大量な追加発行がなされており、50年度の発行額は額面ベースで4兆7,000億円程度となる（運用部引受けを除く）。

これに対して、事業債は約1兆5,000億円（上期8,000億円、下期7,000億円）となるが、49年度が約1兆円であるから、これも相当増えたことになる。その他政保債、地方債等の公共債も大量に発行されている。

民間債と公共債の発行額の動きをみると、後者の大量増発の結果、両者のウェイトは50年度に至り完全に逆転している。49年度には債券全体の発行高を100として、民間債56.7%、公共債43.3%（うち国債14.6%）であったが、50年度には、民間債48.7%、公共債51.3%（うち国債25.5%）となっている。おそらく公共部門の資金需要を反映して、今後当面の間この傾向は続くだろう。

従って国債を中心とする公共債を消化しながら、しかもその中でいかに資本市場全体を健全、かつ円滑に発展させていくかが、今後の大きな課題である。皆様方にとっても、公共債の中核を占める国債を健全に育てていくことが重要な問題になると思う。

(2) 魅力ある国債とするために

最近、国債を魅力ある商品にすべきだという声が経済界の各方面で大きくなっている。そこで、昨年11月～12月の公社債の条件改定においても、私どもはその声を念頭において、事業債等の利回り引下げ幅に比して国債の利回りの引下げをできるだけ少なめに押えることに努力し、その結果、事業債等との格差がある程度縮小した。

その後、昨年末から年初にかけて話題となった中期の割引国債の発行について、私どもも色々検討してきた。恐らくこのような中期の国債があれば、個人消化の促進に役立つのではないかということで期待した向きもあったかと思う。私どもも実現へ努力していたが、急な問題であったことと、各方面との間の問題もあったので、すぐ実現させるわけにはいかないということで見送られたが、今後とも国債を資本市場の中に定着させ、消化、流通を円滑ならしめるためにも、この問題も含めて、国債の魅力作りについては、私どもも一層努力していきたいと思う。

(3) 国債の流通市場

国債に限らず、債券の流通市場は、我が国では従来から未整備であると言われてきた。特に国債については取引も微々たるものであったし、大部分が金融機関の引受けで、しかもその後は日銀のオペ等で吸収されるという形になっていたことから、流通市場の育成はそれ程緊急の課題でもなく、そのための努力も余り行われていなかった。

しかし、最近のように大量の国債発行が続くと、金融機関の引受け分を含めて、従来のように殆どがオペで吸い上げられるということは困難になるのではないかと思う。日銀の買オペは、経済の成長に伴う成長通貨の供給策の一環として行われてきたが、今後安定成長の段階に入って

くると、大量の国債を全部日銀のオペで吸収することはきわめてむずかしくなる。だから、今後大量の国債が市中で取引されることを想定し、それに対する対策を考えておかねばならない。

これについては、昨年証券業界の皆様の協力を頂いた結果、幾つかのステップは整えてきている。一つは、市場における売買仕法の改善が実施され、その結果、①市場集中範囲の拡大とか、②従来の人為的価格形成にかわる市場実勢をできるだけ表す価格形成が行われることになった。さらに、③流通を促進する意味から公社債流通金融が拡大されている。これは、日銀の政策とも密接に繋がるが、今後とも必要に応じて進めていきたいと思っている。

しかし、以上の事柄だけでは決して充分であるとは言えない。業界においても色々の検討をしているようだが、私どもとしても今後流通市場の整備について真剣に考えていきたいと思う。

(4) 国債の個人消化の促進

先程も述べたように、過去10年間国債の個人消化の率は大体全体の10%であった。しかし、昨年突如として大量の追加発行が行われた結果、この率を維持することはむずかしくなった。個人消化を急に増やすことには無理があり、無理を承知ではめこみをやればその弊害が出る。できるだけ販売努力をして個人消化を増やして頂きたいが、何が何でも従来の10%を達成するということには問題がある。ただ、個人消化は国債消化の柱であるので、今後、逐次増やして頂くようお願いしたい。そのために私どもは、発行条件、流通市場の整備等の面で努力していきたい。

(5) 債券業務の重要性

従来証券経営は、株式業務中心に考えられてきた。しかし、先程から

言っているように、ここ数年公社債市場のウェイトが非常に大きくなってきており、今後とも公共債を中心として公社債市場は急速に拡大していくのではないかと思います。

昭和41年と50年とで、公社債と株式の売買高を比較してみると、41年は株式（全国取引所における市場内取引高）15兆1,412億円、公社債（取引所取引高と店頭取引高の合計）2兆5,415億円、構成比では株式85.6%、公社債14.4%で、圧倒的に株式の比重が大きかったが、50年では、株式38兆96億円（42%）に対し、公社債52兆4,920億円（58%）と逆転している。株式の売買高については、市況を反映して fluctuation（変動）があるが、公社債のそれは今後着実に増えていくだろう。

証券会社の経営内容の面からも、似たようなことがみられる。つまり全国証券会社の受入手数料の推移をみると、47年9月期には全体で約4,063億円で、このうち株式3,240億円、債券502億円であったが、50年9月期には4,256億円のうち、株式2,770億円、債券944億円となっている。また、有価証券の売買損益をみると、47年9月期には売買益846億円のうち株式506億円、債券301億円であったが、50年9月期では売買益553億円、うち株式130億円、債券378億円である。このように、証券会社の経営面からみても、債券の取引に伴う手数料収入、売買益が急速に拡大してきている。

公社債全体の発行規模も流通市場における売買高も急激に増えてきていることから、証券会社の経営面においても、債券業務が着実に大きなウェイトを占めてきていると言える。従来、証券会社の経営は株式業務のウェイトが大きく、その結果、景気の動きによって経営も変動してきたが、今後は、債券部門に重点をおきながら株式部門とのバランスをと

っていくことが、証券経営にとって重要なことになるだろう。

(6) 現先市場の育成

債券の条件つき売買（現先取引）は、ここ数年急速に増大してきている。経済的実績をみると、コール、割手市場と並んで、短期の企業金融の調整マーケットとして重要な地位を占めつつある。私どもも経済の実態から生れてきた現先市場の必要性は充分認識しているし、これが健全に発達することが好ましいとみている。

この現先市場は、「債券の売買」という形をとることによって、証券業界が担当している短期金融市場の一つの部門である。しかし、従来の実態をみると、委託現先を中心として、必ずしも取引の内容が健全に行われているとは言えない面がある。特に、価格決定に当り、企業の決算操作等の形で利用されると、社会的にも、あるいは税務当局との関係からも問題が出てくるので、私どもはそういうことのないように、各社の自主的な形で健全な売買の励行をお願いしてきているわけだが、実情は必ずしも充分ではない。私どもとしても、現先市場の今後のあり方をかねてから検討しているところであるが、基本的には、この市場をできるだけ長い眼でみて大きく育てていきたいと考えているので、その育成に皆様もご努力願いたい。

以上