

# アメリカにおける資本市場の特質と構造

— 1960年～1973年を中心として —

Nature and Structure of Capital Markets in America

— In the period from 1960 to 1973 —

岸野文雄

Fumio Kishino

- |                    |                      |
|--------------------|----------------------|
| 1. はじめに            | 4. 60年代の連邦証券市場の機能と構造 |
| 2. 資本形成過程と金融仲介機関   | 5. おわりに              |
| 3. 60年代の資本市場の特質と構造 |                      |

## 1. はじめに

アメリカの経済は、1960年代を通じてかつて例のない長期の安定した成長を遂げてきた。このような長期の発展が、政府の金融政策をはじめとする各種の成長政策に大きな影響を受けたことは、広く認められるところである。だが一方、60年代後半に入ると、景気の過熱、インフレの高進、国際収支の悪化などによって経済はきわめて不安定な様相を示してきた。とりわけ、ベトナム戦争の経済に及ぼす影響は多大なものがみられた。しかし60年代全般はアメリカ経済のきわめて好調な発展の期間として捉えられる。

このような60年代の高度の経済成長とともに、アメリカの資本市場も巨額にして多様な金融資産が蓄積され、資本市場の高度化が進展した。たとえば、主要市場の資金調達総額の増加額は、50年代のその6倍にも達している。とくに金融資産の残高構成については、株式や国債などを中心とした有価証券の割合がきわめて高い比率を示してきた。

また、一方においては、60年代の経済政策による公共部門の活動の拡大で、金融・資本市場は財政政策に対する依存度を増大させた。したがって、いわゆる連邦証券市場は相対的に重要な位置を占めるようになった。さらに商業手形や銀行引受手形などの取引量は相対的に減少し、財務省証券(TB)などの連邦政府証券の取引量が増大してきたのである。

この連邦証券市場は、このような機能を通じて支払手段を統一し、銀行間の関係を密にすることによって、アメリカの金融市場を一体化する重要な立場にあるといえる。とくに長期証券の流通は、経済成長の結果であり、また原因でもある資本形成との関連において、重要な役割を果たしている。

したがって、アメリカの経済の発展・成長期における金融構造の基本的な研究に関して、連邦証券市場の特質と構造を分析することは意義のあることと思われる。そこで小論では、1960年から1973年の期間を対象に連邦証券市場を中心としてアメリカの資本市場の特質と構造を分析し、基本的な金融構造の検討を進めたいと思う。もちろん、連邦証券市

場という枠組みは、各種金融資産の複合した市場として有機的な関連をもつものであるが、ここでは、そのうちとくに資本形成との関連において長期資金の構成を中心に考察を進めることにする。

## 2. 資本形成過程と金融仲介機関

アメリカの金融構造は、きわめて高度化した有機的な機能をもって経済の発展に寄与してきた。とくに日本のように大戦による大きな構造的な変化がなく、安定した長い経験を積みあげてきた。とくに60年代のアメリカの金融構造は、経済の発展と相まって急速な活発化・多様化をみた。

さて、金融構造の変化は、次のような要因に分けることができる。<sup>1)</sup> 第1には、各種の市場の基本的な需給傾向とこのような需給を生み出す実物的な要因（選好の推移、資金の利用可能性、技術の変化など）、第2には、特定の市場ないしは金融機関に特定な環境条件、第3には、金融機関相互の競争的な対応である。これらの諸要因は、それぞれ細部にわたって展開されるが、<sup>2)</sup> 最も基本的には資金の需給の変化をつかむことによって概観することができる。<sup>3)</sup>

そこでまず、1960年代における基本的な金融構造を概観するに先立って、金融機関の構成についてまとめてみよう。金融機関の構成そのものは、大戦による大きな断絶はない

が、60年代においては、規模の面で活発化し、大いに進展を遂げている。

ところで、資産の請求権や所有権を表わす証券は、さまざまな金融機関を通じて発行され、流通するものである。こうした金融機関は、いうまでもなく長期資金を必要とする人々が他人の貯蓄に依存する径路として重要な役割を担っている。とくに金融仲介機関の第二次証券の発行は、資金の効果的な流通に寄与することはいうまでもない。金融仲介機関の発展は、金融資産の増大の結果であるとともに、金融資産の種類が多様化にも貢献する。

金融機関は分類の枠組みによってさまざまな分類が可能であるが、資本市場に関連する機関は次のように位置づけることができる。<sup>4)</sup>

### I 預金機関

商業銀行；連邦準備銀行、相互貯蓄銀行、貯蓄・貸付組合

### II 保険・年金機関

生命保険会社、財産損害保険会社、民間企業年金基金、州・地方政府職員年金

### III 投資機関

投資会社、不動産投資信託会社

これらの金融機関に共通な特色は、その資産がおもに中期ないし長期の債務証券によって構成されている点である。とくに、IとIIの金融機関は、その債務が貯蓄者に対する契約上の債務証券であるという特色をもっている。したがって、それらの債務の譲渡もしくは市場再評価以外の純増加は、生産資本と経済活動の拡大の純増加に影響を及ぼすのである。このような金融機関は、2つの仲介のグ

1) Rozen, M.E., "The Changing Structure of Financial Institutions." in L.S. Ritter, *Money and Economic Activity: Readings in Money and Banking*, Boston 1967, 3rd ed., p.123.

2) Rozen, M.E., *op. cit.*, pp.123-130.

3) Rozen, M.E., *op. cit.*, p.130.

4) Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *Capital Markets and Institutions*, New Jersey 1975, 3rd ed., pp.13-14.

表 1 支出主体の主要証券の純発行

(単位：10億ドル)

純 発 行	1960	1965	1970	1971	1972	1973
社 債	\$ 5.0	\$ 8.1	\$ 22.8	\$ 23.7	\$ 19.7	\$ 14.6
普 通・優 先 株	1.7	—	6.8	13.3	13.5	7.8
企 業・非 企 業 抵 当 証 書	15.7	25.7	26.4	48.2	65.5	69.9
消 費 者 債 務	4.6	9.6	6.1	11.2	19.2	22.9
連 邦 政 府 債 務	- 2.1	1.7	12.8	26.9	19.9	7.9
州・地 方 債 務	5.2	6.8	11.4	17.0	12.2	10.5
そ の 他 の 債 務	3.4	5.3	8.6	4.5	6.8	19.1
主 要 証 券 総 額	\$ 33.5	\$ 57.2	\$ 95.0	\$ 114.8	\$ 155.9	\$ 152.7
G N P (現 行 ド ル)	\$ 503.8	\$ 684.9	\$ 977.1	\$ 1,054.9	\$ 1,158.0	\$ 1,294.9
本 源 的 証 券 の 対 G N P 比 率	6.6%	8.3%	9.7%	13.7%	13.5%	11.8%

Source; *Federal Reserve Bulletin*, flow-of-funds.〔出所〕 Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *Capital Markets and Institutions*, New Jersey 1975, p. 17.

表 2 個人と金融仲介機関による第一次証券の購入額

(単位：10億ドル)

	1960	1965	1970	1971	1972	1973
本 源 的 証 券 発 行 総 額	\$ 33.5	\$ 57.2	\$ 95.0	\$ 144.8	\$ 156.2	\$ 152.7
金 融 機 関 購 入 額	\$ 26.2	\$ 56.4	\$ 87.2	\$ 130.6	\$ 158.6	\$ 185.9
個 人 そ の 他 の 純 購 入 額	\$ 7.3	\$ 7.8	\$ 7.8	\$ 14.2	-\$2.4	-\$32.2

Source; *Federal Reserve Bulletin*, flow-of-funds.〔出所〕 Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, p. 19.

グループとして機能し資本市場で重要な働きをしている。第1のグループは、新規の債券や証券を売買する投資銀行と抵当証券会社からなり、第2のグループは既発行証券の取引を促進する証券業者、証券取引所、および抵当証券ブローカーを含むものである。

そこで60年代における金融資産の蓄積の過程を考察してみよう。ここでは第一次証券の発行市場について検討してみたい。

表1は、各消費主体の第一次証券の純発行高とその対GNP比率の推移を表わしたものである。第一次証券の発行総額は、1960年の335億ドルから1973年の1,527億ドルに増大している。しかし第一次証券のGNP比率は、1971年を境に落ち込んでいるのがみられる。つまり、1960年の6.6%から1971年の13.7%

に上昇しているのに対して、1972年には13.5%、1973年には11.8%へと下落しているのである。

60年代における上昇の要因としては、農業ないし非農業の抵当証券の急激な増大によるものとみられている。このような抵当証券の増大は、一部分は住宅への高い需要、政府の住宅計画、および急激な建設費の高騰によるものである。

続いて表2では、個人と金融機関によって取得された第一次証券の総額を示すものである。<sup>5)</sup>

ここでも見られるように、個人・その他の購入の総額は、60年代を通じてほぼ横ばいで

5) Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp. 18-19.

あったが、1971年に急騰し1972～73年には大幅に下落している。実際には金融機関は、1972～73年に発行した額の純増加分以上の第一次証券を増加していたのである。

ここでの大幅な下落の理由は、銀行の消費者信用の拡大と個人・その他の証券の売却によるものである。結局、黒字単位は長期にわたってGNP比率にしたがってかなり安定した金融資産を蓄積してきたことがみられるのである。ただ、この期間を通して蓄積は間接金融資産の形態でますます増大し、社債、株式、抵当証書のような第一次証券の形態では相対的に減少してきている。このような点で感じられることは、1960年から1973年を通じてアメリカの景気は多くの変動がみられるにもかかわらず、第一次証券の発行が順調な伸びを示していることはアメリカの経済がなお潜在的な力を蔵していたということである。

さて、次に60年代後半から70年代の初めにかけての資金の需給構造を検討し、資本市場の構造的な特性を考察してみよう。

資本市場資金の供給と用途についての諸部門の年々の推移は、表3に示されるとおりである。ここにみられるように、資金総額はこの期間に約3倍に増大した。年次を追って趨勢をみると以下のような構造を示している。

1966年は大幅な金融引締めが行なわれた。主要な金融機関は、資本市場証券の購入を急速に減少した。表にみられるように商業銀行は127億ドルからその半額の68億ドルに減少させている。<sup>6)</sup> しかしその年の資金供給が前年のそれとほぼ等しくなっているのは、一つ

には年金・退職金基金と投資会社の連続的な増大によるものである。いま一つには、さらに大きな原因として、個人・その他のきわめて大幅な資金供給の増大によるものである。

特に感じられることは、1969年に典型的にみられるように、個人部門と主要な金融機関とは資本市場資金の供給には対照的な形態を示していることである。

1967年～1968年は、連続してすべての金融機関に蓄積された資金によって大幅な反動がみられることである。しかし全般的には、金融引締めによって1968年から1969年への資本市場資金の増加は、27億ドルに過ぎなかった。

また、この两年を通じて個人その他の資金供給はマイナス10億ドルに達しようとしているのがみられる。金融仲介機関の個々の総額は少ないようであるが、総体として商業銀行と対比すると資本市場においては大きなウェイトを占めているのがみられる。これらの機関はおもに資本市場への投資が多いが、長期の投資機会が魅力的でない場合には、利子収益のためにおもに短期の証券に投資する。<sup>7)</sup>

1970年～1972年の数字は、個人・その他の資金の流れに必ずしも反映しなかったが、全般に強い上昇傾向を示している。とくに1972年には、768億ドルの増大を示し、1969年の資金流量の2倍以上になっている。この期間の投資資金の供給の上昇に貢献したのは、商業銀行、貯蓄・貸付組合、海外投資であり、生命保険会社、相互貯蓄銀行は多額ではあるが相対的に程度は低かった。その趨勢は、1973年には持続せず、資金総額は95億ドル減

6) Dougall, H. E. and J. E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp. 218-219.

7) Horvitz, P. M., *Monetary Policy and the Financial System*, Prentice-Hall 1974, 3rd ed., p. 318.

表3 1965-1973年、資本市場資金の源泉と使途 (単位：10億ドル)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>&lt;源泉&gt;</b>									
商業銀行	\$ 12.7	\$ 6.8	\$ 26.5	\$ 23.3	\$ 0.9	\$ 26.0	\$ 32.7	\$ 38.4	\$ 32.2
連邦準備銀行	3.8	3.5	4.8	3.8	4.2	5.0	8.5	0.3	9.3
相互貯蓄銀行	3.7	2.5	5.2	4.3	2.8	3.7	8.8	9.7	4.5
貯蓄・貸付組合	9.6	4.2	9.2	10.1	9.8	11.4	29.2	36.3	25.9
生命保険会社	7.7	6.6	7.5	7.8	5.3	6.0	10.2	12.5	13.3
損害賠償保険会社	1.2	2.2	2.2	2.5	2.3	4.0	6.2	6.2	2.5
民間年金基金	5.3	5.9	5.9	6.9	6.2	7.1	7.8	6.8	8.8
州・地方政府職員基金	3.2	3.7	3.9	4.5	5.1	6.4	6.9	7.8	9.3
投資会社(オープン・エンド)	1.6	2.0	1.2	2.1	2.1	2.0	0.8	0.3	- 2.7
不動産投資信託	—	—	—	0.2	0.8	2.1	2.5	4.9	4.5
政府関係機関	1.3	3.7	1.9	2.1	4.2	8.1	5.1	4.1	11.5
企業	- 0.5	- 2.4	- 2.8	0.8	- 3.3	- 0.7	3.1	- 1.4	- 1.9
州・地方政府	2.1	1.3	0.6	1.6	2.8	- 0.1	- 1.0	4.0	1.6
海外投資者	- 0.1	- 2.3	1.8	0.9	- 0.9	10.4	27.2	10.7	3.2
個人・その他	- 2.4	11.7	- 7.3	- 2.3	28.8	0.8	- 10.2	7.5	19.3
総源泉	\$ 49.0	\$ 49.1	\$ 60.3	\$ 68.6	\$ 71.3	\$ 91.7	\$ 134.8	\$ 148.1	\$ 138.6
<b>&lt;使途&gt;</b>									
連邦政府証券	1.7	0.9	8.2	9.8	- 1.0	12.9	25.9	19.0	7.9
連邦関係機関長期証券	2.0	5.0	- 0.6	3.2	9.1	8.4	3.8	6.2	19.6
州・地方政府長期証券	6.8	6.3	7.9	9.8	10.7	11.4	17.0	13.5	10.5
社債	8.1	11.1	16.0	14.0	13.8	22.8	23.7	19.7	14.6
株式	—	1.2	2.4	- 0.7	4.3	6.8	13.3	13.5	7.8
抵当証券	25.6	21.6	23.0	27.4	27.8	26.4	48.9	68.8	69.9
銀行ターム・ローン	4.4	2.7	2.9	4.5	5.9	2.3	2.0	6.7	7.8
金融機関ターム・ローン	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	—	0.3	0.3
海外証券	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.4	0.2	0.4	0.2
総額	\$ 49.0	\$ 49.1	\$ 60.3	\$ 68.6	\$ 71.3	\$ 91.7	\$ 134.8	\$ 148.1	\$ 138.6

[出所] Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp.220-221.

少し、むしろ前年の水準に落ち込んでいる。

貯蓄預金は高い個人貯蓄率と金融政策の緩和によって十分に増大してきた。したがって資本市場は預金競争の増大から大きな恩恵をうけてきた。しかし利子率は、インフレの脅威と連続した強い貸付需要にしたがって、この期間を通じてなお相対的に高水準にあった。1971年の272億ドルの海外からの投資は、前年のほぼ3倍になっている。1972年には107億ドルに減少しているが、それでもその他の金融機関の部門の4倍を占めている。

さて次に、表3の資金の使途の欄にみられるように、1969年以後資本市場の資金は急激な増大をみせている。その主な受益は、抵当証券、社債、政府証券の順であった。また大口の供給である海外からの投資は、そのほとんどの資金が政府証券に投資されている。資金の流入についての資料も、制度的要因のとくに急速に変化する商業銀行の投資政策による不安定性を示している。

資金の使途については、主な不安定性の要因は、残存の連邦証券と抵当証券の純増加の

変動であった。連邦機関証券の残高の実質変化は、連邦諸機関が逼迫期にその資金の供給を増大させる点で、反循環的な形態を示すものである。地行債への純増加は、多分に特殊な影響によって変動している。

### 3. 60年代の資本市場の特質と構造

経済の成長・発展は、周知のように国民所得の増大とか資本ストックの蓄積というような経済の実物面の成長を意味するが、この過程はまた金融資産が蓄積されていく過程でもある。また同時に、経済の成長・発展にともなって多種多様な金融仲介機関が誕生し、金融機構も複雑になってきた。<sup>8)</sup>

このような金融資産の蓄積は、次のような要因によって規定されるといわれる。<sup>9)</sup> 第1に、貯蓄主体と投資主体の分離の程度、いかえれば投資主体の外部資金依存度、第2に、外部資金のうち間接金融の占める割合、第3に、間接金融の迂回の程度、つまり重層化率、第4に、実物資産の蓄積率である。ここで、金融資産の蓄積は、最も直接的には第4の要因に依存することはいうまでもない。しかしながら、これらの金融資産が資本市場の発展に貢献することによって、実物資産の蓄積をさらに促進させているのである。

さて、経済の規模は、実物的側面においては蓄積された富の価値、すなわち資本形成によって測ることができる。資本形成は経済的な資本財のストックの増大であり、通常、ド

ル高くないGNPに対する比率として表わされている。1955年から1973年のアメリカの資本形成の過程をみると、<sup>10)</sup> GNPはこの20年間で約3倍に増大してきた。それに対して、1955年以後の純資本形成率は年率約15%の高さで増大を続けてきた。全体を通じての最高水準は、1955年の19.9%であり、最低水準は1970年の13.9%である。いずれにしてもこの期間はきわめて高水準にあるといえる。この純資本形成率は、主として資本市場で資金が供給される純投資という点で重要な意味もっている。

この期間のアメリカの資本形成率をごく概括的にみると、安定した拡大を続けてきている。1970年の最低水準の純資本形成率は、大部分、その数年前の企業と住宅建設を抑制するために引き締められた金融状況によるものである。さらにこの期間の新規設備投資への租税控除の停止、ならびに内外情勢の不安定性も関連するとみられる。その後、純資本形成率に、利子率の下落、抵当証券の利用の可能性、政府の住宅計画などによって民間の住宅建設が急速に増大するにつれて、ほぼ1972年ないし1973年の水準に戻っている。

アメリカの経済は、60年代を通じて長期的な拡大を続けてきたが、一方では景気後退の過程も累積されてきている。そこでこの期間をさらに3つの時期に分けてその特色をみてみよう。<sup>11)</sup> まず、60年代初めから65年までのあいだは、全体に経済が着実な成長をとげ、物価は比較的安定し、インフレなき繁栄もたらされた時期である。66年から68年までのあいだは、ベトナム戦争による財政の膨張に

8) Goldsmith, R.W., *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, Princeton U.P. 1958, cf. I, II.

9) 館・浜田『金融』岩波書店, 1972, 101-102頁.

10) Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp. 2-3.

11) Horvitz, P.M., *op. cit.*, pp. 510-519.

よって経済が過熱した時期である。この期間には高い成長率が実現した反面、インフレ傾向も顕著になってきた。69年から74年にかけては、69年末に景気の後退を迎え、物価と賃金の悪循環によって、いわゆるスタグフレーションが深刻になり、また国際収支も大幅な赤字をきたした。たとえば、69年まで平均3.5%であった失業率は、70年の後半には6.2%にまで増大したのである。<sup>12)</sup>

以上のようなアメリカの経済状況を背景として、60年代の金融市場の特質を整理してみよう。

表4は1973年末における家計、企業、州・地方政府、連邦政府および金融機関の諸部門の金融資産・負債の総額を表わしている。<sup>13)</sup>ここで資産の過不足の欄にみられるように、政府部門の資金需要がきわめて大きいことが顕著な特色であるといえる。次に、金融機関は、1973年末において2兆420億ドルの総資産と1兆9,270億ドルの総負債の保有にみら

れるように、きわめて大きな位置を占めていることがあげられる。

金融仲介機関は金融市場における資金の純供給者であるが、金融機関はその仲介機能の遂行において彼等の資産・負債を創造するところに他の部門とは異なった特質がある。1973年末には、金融機関に保有されている2兆420億ドルの総資産のうち、赤字単位——企業、政府、その他——によって発行された金融市場の純証券は、1兆5,900億ドルに達した。一方、総負債の1兆9,270億ドルのうち、およそ1兆4,290億ドルが、当座預金、定期・貯蓄預金、および保険積立金の形で資産を保有する黒字単位(おもに家計)に支払うべき債権に相当するものである。

企業の9,250億ドルの総負債は、債権の勘定を示す株式を含んでいない。企業債務を全体の立場で分析する場合には、投資者に属する額を決めるのに株式全体を含めることが必要である。したがって、1973年末の総負債に株式の残高の9,700億ドルが表の債務に増加される場合には、非金融企業の総計は1兆8,950億ドルないしは金融資産を1兆3,670億ドル超過する金融債務の赤字超過になる。

そこで、このような資金構造をもつアメリカの金融機構について次に全般的な特質を要約してみよう。

まず第1に、アメリカの金融機構は、「二重銀行制度」「単一銀行制度」といった特色ある制度のうえに立っており、大恐慌の経験をもとに整備された銀行経営に関する諸規制が存在することである。<sup>14)</sup>つまり、制度的には地方分権的な構造を基盤にしながら、機能

表4 諸部門の金融資産と債務、1973年末  
(単位：10億ドル)

部 門	総資産	総負債	黒字	赤字
家 計	\$2,302	\$ 592	\$1,710	
非金融企業	528	925		\$ 397
州・地方政府	98	202		104
連 邦 政 府	102	469		306
金 融 機 関	2,042	1,927	115	
海 外 残 高	201	194	7	
総 計	\$5,274	\$4,309		

Source; *Federal Reserve Bulletin*, flow-of-funds.

[出所] Dougall, H. E. and J. E. Gaumnitz, *op. cit.*, p. 11.

12) Horvitz, P. M., *op. cit.*, p. 514.

13) Dougall, H. E. and J. E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp. 10-11.

14) 竹中一雄編『長期金融機構の分析』東洋経済新報社、昭和43年、119-124頁。

的には全国的な機能化が図られている点に特色がみられる。

第2には、高度に発達した、かつきわめて効率のよい大規模な証券市場が存在しており、資本形成に有効に機能していることである。つまり、大戦を契機に発行された膨大な国債が、家計部門に広範に分布し、それが証券市場の発展に貢献しているのがみられる。

第3には、以上のような証券市場の機能が、巨大な金融市場と有機的に結びつき支えられていることである。アメリカの金融市場は、金利体系のあいだに一定の関係を持ち、諸市場が相互に関連を保っている。そのため短期的な資金需給の変動が、証券市場を攪乱するのを防いでいる。

金融機構の基本的な特質は、以上のようにあるが、60年代の後半に入るとインフレやドル危機の増大にともなって、構造的な変化を示してきている。一つには、政府の公共部門の活動の拡大によって、金融・証券両市場ともに財政政策への依存度を増大させたことである。証券市場において商業手形や銀行引受手形の取引量が相対的に減少し財務省証券の取引が増大してきた。それにともなって、金融政策も国債による公開市場操作が本格的に進められてきている。二つには、貯蓄形態が第一次証券から第二次証券に重点を移し、金融機関を通ずる間接金融のウェイトが高くなっていることである。

このようなアメリカの金融機構の特色は、証券市場の特質の大部分に共通するといつてよいであろう。証券市場においてとくにめざましい特色は、家計による直接投資よりも機関投資家が専門的な投資家としての地位を確立してきていることがみられる。また、資金

の需要者としての政府部門の増大が著しく、とくに税法上有利な地方債が伸びてきている。

さて、これまでみてきたように、60年代の金融市場には金融資産が大幅に増大し、また各種の金融仲介機関が大きく発展してきた。金融仲介機関のもつ機能としては、「金融仲介効果」と「資産転換効果」がみられるが<sup>15)</sup>とくに金融仲介機関の発展は、「資産転換効果」の面において重要な貢献をしてきたといえる。もちろん、これらはフローとストックの両面の効果であり切り離しては考えられないが、蓄積された資本を効果的に活用させる機能は重視されてよいであろう。

#### 4. 連邦証券市場の機能と構造

金融市場を考える場合、それを分離する基準として市場性格（顧客市場ないし公開市場）と、市場手段（市場で取引の対象となる債務）に則して分けることができる。ここでは連邦政府に関する市場という枠組のなかで、その基本的な構造や機能について検討を進めてゆきたいと思う。また、市場手段に関しては、むしろ貨幣市場で対象となるような短期の証券をも含めてアメリカ財務省の債務に焦点をあてて論議を進めることにする。

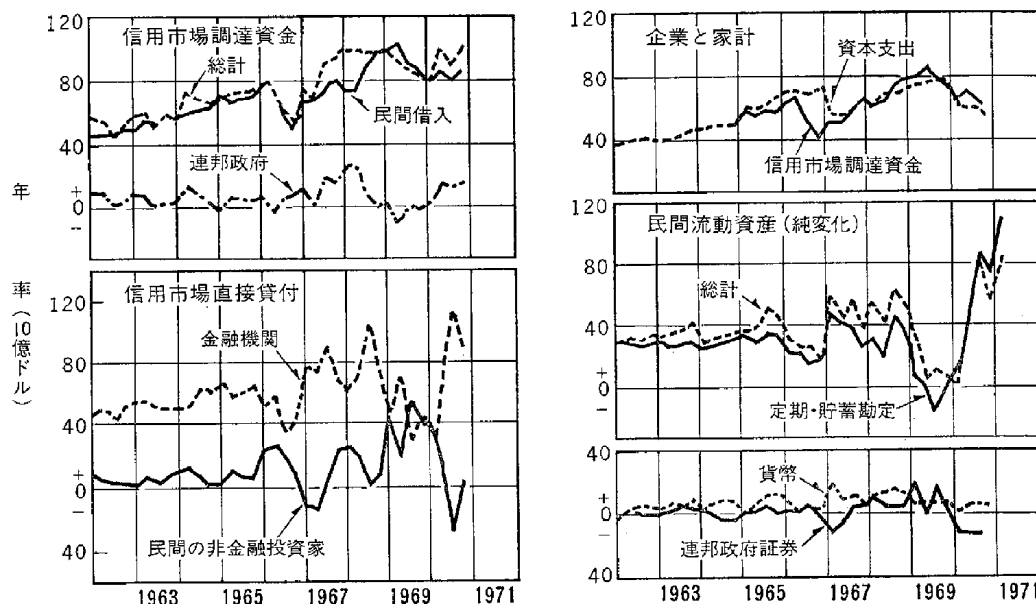
さて、国債をはじめとする各種公債の種類、構成、所有権などの変化は、いうまでもなく国民の経済生活に広範な影響を及ぼすも

15) Moore, B. J., *An Introduction to the Theory of Finance: Asstholder Behavior Under Uncertainty*, New York, pp.16-18. (前田・漆崎訳『現代金融論入門——不確実下の金融行動理論(上)』第三出版, 1977, 16-18頁.)



図1 資本市場の資金循環

—四半期フロー，季節調整済—



〔出所〕 Culbertson, J.M., *Money and Banking*, New York, 1972, p. 85.

のである。<sup>16)</sup> したがって、これらの証券の分布ないし取引期間は、他の金融市場の発展に影響しあうものである。また、経済全体の趨勢や企業活動の両面の発展に役立つ貯蓄と投資の流量の基盤にも密接に関連するものである。このような影響の主要な経路の一つが、連邦証券市場であるとみることができる。

歴史的にみると、政府債務は戦争と不況の所産であるといわれる。<sup>17)</sup> しかしそのような出発にもかかわらず、政府債務は流動性と流通に決定的な役割を演じてきた。その結果、政府債務は資本市場に流動性をもたらすのみならず、連邦準備銀行と民間経済との伝達の重要な経路を形成するものであったといえる。

そこで、まず60年代における全体的な金融市場の資金循環の特質を吟味してみよう。図1は、60年代の資金の流れのごく大まかな推

移をあらわしたものである。この図は、それぞれの時点に残存する証券のストックではなく、各期間の信用市場を通ずる資金の流れを示すものである。一定期間の金融市場の資金量は、既存証券の増加額に等しい。したがってこの図は、アメリカの経済に残存する何らかの証券のストックの増加率の変動をあらわしている。

60年代の金融市場の資金の流れは、次のような3つの構造的な特質がみられている。まず第1には、金融市場を通ずる資金循環の率は年々かなり変化しており、企業活動の変化と密接に結びついていることである。第2には、金融機関を通ずる資金の流れの変化は、金融市場を通ずる資金流通全体の変化と同調して発生していることである。第3には、民間の借手に役立つ資金の変化に貢献する要因として、連邦政府が重要な位置を占めていることである。<sup>18)</sup>

16) Scott, I. O. Jr., *Government Securities Market*, New York 1965, p. v.

17) Robinson, R. I., *Money and Capital Markets*, New York 1964, p. 132.

18) Culbertson, J.M., *Money and Banking*, New York 1972, pp. 85-87.

表 5 1955-1973年末の連邦政府の総債務

(単位: 10億ドル)

	1955	1960	1965	1970	1973
市場性のあるもの					
財 務 省 証 券	\$ 22.3	\$ 39.5	\$ 60.2	\$ 87.9	\$ 107.8
債 務 証 書	15.7	18.4	—	—	—
中 期 証 券	43.3	51.3	50.2	101.2	124.6
長 期 証 券	81.9	79.8	104.2	58.6	37.8
総 計	\$ 163.2	\$ 189.0	\$ 214.6	\$ 247.7	\$ 270.2
市場性のないもの					
貯 蓄 証 券, 中 期 証 券	\$ 57.9	\$ 47.2	\$ 50.3	\$ 52.5	\$ 60.8
財 務 省 長 期 証 券	12.3	6.2	2.8	2.4	2.3
海 外 シ リ ーズ 発 行	—	—	2.4	5.7	26.0
特 別 発 行	43.9	44.3	46.3	78.1	107.1
そ の 他	0.4	0.1	0.1	0.9	0.4
総 計	\$ 114.5	\$ 97.8	\$ 101.9	\$ 139.6	\$ 197.6
非 利 子 生 み 債 務	3.0	3.4	4.4	1.9	2.1
	\$ 280.7	\$ 290.2	\$ 320.9	\$ 389.2	\$ 469.9

Source; *Treasury Bulletin*.[出所] Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, p.133.

全般的には60年代の前半は、図にみられるようにほぼ安定した推移を示しているが、1966年の下落を期にきわめて大きな変動を示しているのがうかがわれる。しかし大きな変動をくり返しながらも、1970年末には資本市場の請求総額は約2兆5,000億ドルにのぼっている。これは1970年のGNPの3倍に及んでいる。<sup>19)</sup>

くり返すまでもなく、アメリカの政府証券市場は金融制度の主要な市場である。したがって、政府証券市場を中心にして資本市場の構造と特質の探究の一端にしたいと思う。はじめに、連邦債全体の類型と趨勢についてみてみよう。

表5は一定の年度末の連邦政府の直接債務と保証債務をあらわしている。<sup>20)</sup> 市場性のあ

る連邦証券は、財務省(短期)証券、中期証券、長期証券の三つの主要な類型に分けられる。1960年代初め以来、債務証券は発行されていないが、その範囲の満期(約1年)のもの、財務省証券と中期証券によって代替されている。

あらゆる投資者に購入されるためには、完全な市場性のある発行が望ましいが、一部には証券業者や大手の機関の発行に関して若干の制約がある。非市場性のあるものは市場利回りに間接的な効果しかもたない。

連邦証券は戦前の赤字融資の結果、1940年6月の430億ドルから、1945~46年の戦時最大の2,780億ドルへと増大してきた。戦後、しばらくの平和によって、1948年には債務は2,530億ドルに減少したが、これは途中の4年間を除いて1973年までの全体の増加に次ぐものであった。1948~1973年の間の債務は、総額で4,699億ドルに達し、2,160億ドルの増

19) Culbertson, J.M., *op. cit.*, p.84.20) Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp.132-133.

大を示した。しかし、GNPに対する債務率は、1948年の80%から1973年の36%へと減少してきた。

1968年以後、債務は大幅に増大したが、それはおもにベトナム戦争、厚生・教育・福祉の拡張計画、連邦債の利子率の上昇、および赤字融資などによってもたらされ、景気の下落期にあたっている。したがって、全般的に1960年代には、政府債務は次第に上昇しつつあるが、GNPに対しては相対的に下がっている。また1968年以降、政府債務は急速に増大している。

表にみられるように、1973年末には4,700億ドルの総債務のうち、市場性のある証券は2,700億ドルを占めている。政府関係機関に保有される市場性のある債務と信託資金の210億ドルをさし引いたあとの債務は2,490億ドルである。この残額のうち、1,390億ドルは1年未満の満期のものであり、残る資本市場債務は総額1,100億ドルであった。

いま一つ注目される点は、戦後期には連邦債務がその他の長期証券と同率で増大しなかったことである。この不足は、金融機関の投資資金を資本市場に向けるのに役立ってきた。連邦政府は、通常、短期金利が長期金利以下なので株式投資を促進し、総債務の利子費用を最少にするために資本市場の資金と競合することを避けてきたことによるものである。

次に、第二次市場の機構を簡単にみておこう。連邦証券の第二次市場は、その大部分が貨幣と密接な代替にある短期証券と長期証券を含む取引市場である。<sup>21)</sup> したがってその市場は、利子率構造が借手と貸手の需給によっ

て貯蓄の流れに影響を及ぼす機構であるということができる。

既存証券の取引は、証券業者と特定の銀行を通じて顧客市場で行なわれる。短期市場における取引も活発であるが、いっそう大きな証券業者や銀行は、ほとんど長期証券の取引を行っており、いくつかの取引業者は特定の証券を専門的に扱っている。

証券業者はおもに自らの責任で顧客と他の証券業者のために市場設定を行なう。つまり、彼等が好んで売買する企業の相場ないし値開きをつけるのである。長期証券発行の大規模な取引に関しては、大手の証券業者はまた、仲買人としても行動する。仲買人の機能は、小規模の長期発行と財務省の償還の頻度に反映する。

第二次市場では、連邦準備銀行も重要な役割を果たしている。連邦準備銀行は財務省証券を競売で売り、借り換えによる発行と引換えに財務省の財政機関として機能する。なかでもニューヨーク連邦準備銀行は、証券業者と連邦準備公開市場委員会(FOMC)の取引の仲介として積極的な働きをしている。商業銀行と連邦準備銀行を含む金融機関は、証券業者の主要な顧客である。1974年には、ニューヨーク連邦準備銀行に売却された取引残高は、1日あたり平均35億ドルに及んでいる。

## 5. おわりに

アメリカは、周知のように大恐慌を契機に金融の果す役割が大きな変化を遂げた。フィスカル・ポリシーが本格化するにしたがって、財政規模は巨大化した。1960年から8年

21) Dougall, H.E. and J.E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp.141-144.

間は、ケネディ＝ジョンソンの民主党政権の期間で、50年代末からのドル体制の弱体化に伴う国際環境のきびしさが、国内金融政策に影を落しはじめた時期であった。連邦政府支出は、大恐慌後の10年間において、絶対額でほぼ3倍の伸びをみせ、対GNP比率も4%弱から9%へと上昇していることから明らかにうかがわれる。その後も連邦政府の赤字は増大し、公債発行高は激増していったのである。

このような状況から、本稿では典型的な経済の発展期のアメリカ経済における資本市場の基本的な特質と構造を整理してきたのである。これまでにみられた基本的な性質を整理すると次のようにまとめられよう。

まず第1に、アメリカの経済の好調な発展に伴う金融資産の量的・質的な著しい増大と、それに伴う金融機関、とりわけ金融仲介機関のめざましい進展である。この現象は先立つ50年代からの延長線上にあるが、金融仲介機関の量的な発展は、経済成長の促進に大きく拍車をかけてきたのである。また、連邦証券市場は成長政策との関連からやはり大きな発展をみたが、各種市場の中心として資本形成に重要な機能を果たしてきたとみられる。

第2に、これまでのアメリカの金融方式としては、直接金融の方式が圧倒的な位置を占めていたが、金融構造の高度化とともに、連邦証券市場等の機能の発展を通じて、間接金融方式の増大という構造的な変化がみられる

ことである。このような変容によって、金融機能がいっそう経済と密接になってきたといえよう。

第3に、アメリカの金融機構は、構造的には地方分権的形態をとっているが、機能的には、金融諸市場が一定の有機的な関連を保ち、短期的な資金需給の変動が、証券市場を攪乱するのを防いでいることである。

とくに証券市場においてめざましい特質は、家計の直接投資から、機関投資が増大していることである。

さて、資本市場について体系的に理解するためには必然的に金利構造の分析が伴わなくては十分ではない。さらにまた、とくにアメリカにおいては、国際資本との関係を考察することはぜひともなさねばならぬ作業であることは言うまでもない。しかし、本稿ではこれらの側面についてはひとまず割愛し、基本的には資金循環分析の立場からごく本質的な金融構造の特質を浮き彫りにすることに努めた。

したがって、さらに、本稿での検討を基盤に、60年代の特質をいっそう長期の変化から特色づけること、また個々の部門の変動を細かく検討すること等によって、いっそう意味のある吟味がなされよう。今後、このような面での考察を期したいと思う。

(昭和53年3月30日受付)

創価大学通信教育部インストラクター)