

国債管理政策

——金融政策との関連——

原 純 子

1. まえがき

昭和22年制定の財政法により、日本経済はかなり厳密な均衡財政、したがって国債（長期国債）不発行主義を39年まで貫いてきた。ところが、37年前後からの「転型期」の設備投資停滞を背景に、39年からの構造的といわれる不況を直接の契機として、40年度から国債発行政策が再び登場した。¹⁾ 41年度以降、国債発行のない財政はもはや考えられない段階に到達している。近代的財政のもつ景気調整もしくは安定機能ならびに資源配分機能の一たんとしての国債発行であり、同時にこのことは、それまでの民間設備投資主導型の日本経済の成長パターンが、財政支出（公共投資）を軸とする形へ移行の出発点であったことはいうまでもない。

国債発行に先立つ30年代後半期や発行直後の年代を通じて、インフレとの関係からの是非論、発行原則としての市中消化論、²⁾ 公社債市場整備論、発行後の資金循環との関係、金融政策との協調と対立等さまざまな議論を呼びおこしてきた。発行後10年を経て国債累積残高も8兆3千億を超え、³⁾ 以前からの論理の延長線上に、国債管理もしくは国債管理政策 debt management policy への認識が高まってきた。この政策は第2次大戦中の国債残高が巨額に達した上、その後も増大をつづける英米において、早くから論議の対象となったものであり、その文献も多い。国債依存度、対GNP比率等⁴⁾ においても大きな数字を占め、理論面、実証面のいずれにおいても、単独の国債管理政策として意義と多くの問題点をもつ。同時にフィ

スカルポリシーとしての財政政策と金融政策との接点として、またそれより生ずる二律背反的な要素も少なくないというより、のちにみるように対立は各所にみられる。そこでそれらの理論と実例のあとづけを行ないながら日本でもとうぜん日程にのぼるであろう国債管理政策の望ましい姿、それのよってたつ論理を考えてゆく手がかりをたずねてみることにしよう。

注 1) 財政法第4条は、「国の才出は、公債又は借入金以外の才入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。」と規定している。これが赤字国債ではなく（実質的にはとにかく、名目的には）、建設国債と呼ばれる理由である。

なお、40年度の国債は、「昭和40年度における財政処理の特別措置に関する法律」に基づいて発行された、いわゆる才入補てん国債である。41年度以降が上の建設国債である。

2) 財政法第5条は「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入れについては、日本銀行から借り入れてはならない。……」との規定に基づくものである。この原則にしたがって発行されれば、発行額等は、その時点の金融情勢に応じて自動的に調整され、過大な国債発行が避けられるとの考慮にたつものであるが、果してそうといえるか、問題は残されている。

例えば、国債発行は市中消化を原則としても、過度にわたればインフレを招来することもあるし、少くともインフレ圧力となりうることもある。適正量であれば日銀引き受けでも、必ずしもインフレと直結しないとの論も管理通貨制度の本義にてらせば、全面的に否定できない。紅林茂夫・新庄博「国債をいなく金融経済の諸問題」、『金融学会報告』XXIV、1966年10月、東洋経済新報社刊、147～169頁参照。

3) 昭和48年末残高。大蔵省理財局編「国債統計月報、昭和48年度」、大蔵省印刷局刊、5頁参照。

4) 40年度以降の国債依存度（国債発行収入金の一般会計規模に対する割合）はつぎの通りである。

依存度の推移は、前出「国債統計年報48年度」70～73頁ならびに大蔵省「財政金融統計月報27」1974年10月、大蔵省印刷局刊、2頁より作成。

国債管理政策

(単位：億円)

年 度	当初予算	補 正 後	発 行 額	発行収入額	国債依存度
40	2,590	2,000	2,000	1,972	%
41	7,300	7,300	6,750	6,656	14.9
42	8,000	7,310	7,200	7,094	13.8
43	6,400	4,777	4,710	4,621	7.7
44	4,900	4,500	4,206	4,126	5.9
45	4,300	3,800	3,557	3,472	4.2
46	4,300	12,200	12,089	11,871	12.4
47	19,500	23,100	19,674	19,500	16.3
48	23,400	18,200	18,000	17,662	12.0
49	21,600				
50					

主要国の政府債務残高のGNP・財政規模に対する割合

国名	年 度	GNPに対する割合	財政規模に対する割合
日 本	69	8.7%	46.0%
	70	8.5	45.4
	71	9.5	48.9
	72	12.2	62.4
ア メ リ カ	69	38.0	179.9
	70	38.0	175.4
	71	37.2	171.7
	72	37.0	173.3
イ ギ リ ス	69	71.0	204.6
	70	66.6	197.6
	71	64.6	190.9
	72	59.5	171.2
西 ド イ ツ	69	7.5	46.4
	70	6.9	50.1
	71	6.4	47.3
	72	6.2	45.7

前出「統計月報270」59頁より作成。

2. 国債管理政策の意義・目標・手段

国債管理政策は一般に、民間の保有する国債残高および長・中・短期の国債の構成に変化を与え、利子率または流動性に及ぼす効果を通じて、経済安定、資源の最適配分等を目標とする財政当局、もしくは中央銀行のすべての政策手段と表現できる。より簡単には「公衆に保有される国債に影響を及ぼすあらゆる手段¹⁾」と定義される。具体的には、

1. 新規発行国債の種類と発行条件（新規発行）
2. 借替え発行国債の種類と発行条件（満期償還、ならびに満期前償還をふくむ）
3. 公開市場操作の売買対象となる国債の種類と発行条件

の決定である。このうち、1，2は財政当局の決定によるものであるが、3は中央銀行つまり、金融政策当局の決定によるものである。さらに上述の意義をもう一度よみ直すと、国債管理政策は、国債残高および構成の変化→利子率、流動性に対する変化→目標達成というすじみちである。したがってこの政策は、たんに量的な有効需要調整策であるだけでなく、発行諸条件、満期構成、残高の流動性効果に注目し、その点で公開市場操作と区別しにくい。「国債管理政策は民間保有の国債の構成を変えることによって、総需要または支出に影響を与えることをめざす操作である。したがって国債管理政策は財政政策ならびに金融政策と緊密な関係をもっており、いわば両者の接点に位置するもの²⁾」といえるのである。いいかえれば財政上の要請として発行され、累積された国債の未償還残高の大きさ、構造は、その国の経済構造とくに金融構造に重大な変動要因として作用することを意味する。さらに、国債残高の増大・多様化は、財政による直接的な有効需要への調整であり、債務構成の変更では間接的にそれを調整することになる。このことから管理の必要が生ずるものである。そこで現代の資本主義諸国に各種の安定化要因として組みこまれた国債残高の変動は経

済に対して、とくに財政と金融に対してどのような効果を与えるかを、まづ第1にみるべきであろう。

いうまでもなく国債の発行主体は財政当局であって、発行・償還・借替えとそれぞれの規模・期間に関するすべてを決定する。国債発行の第一の効果は「財政効果 fiscal effect」または「所得創出効果 income-generating effect」といわれるもので、財政の赤字ないし黒字が有効需要に与える直接的な効果である。この効果はそれが公共投資として使用されようが軍事費として使用されようが、一時的または即時的な効果をもつ。第2の効果は「金融効果 monetary effect」とよばれ、上に対して持続的な効果をもつ。これは流動性効果ともよばれ、国債残高が存続する限り発生するもので、金融市場、金融構造の変動を通じて永続的な効果を発揮する³⁾。財政当局の決定により発行された国債は、償還に至るまで、重要な金融資産として、また公開市場操作の対象として間接的に有効需要を調整し、この金融効果を媒介として経済活動全体に大きな影響を与えるものである。何らかの財政当局の要請で国債が発行されるさい、この立場からは財政資金を低利かつ容易に調達できることがのぞましい。そのためには国債に対する需要増大、安定した魅力的な市場が前提される。市中消化を容易にすべき諸条件にかなった、つまり長・中・短期のバランスのとれた組み合わせによる財源確保と、利子費用最低の要請である。ゴールドンワイザーにしたがえば、第1の原則は、財政当局は市場でうけとられる率で国債を発行することであり、それらの吸収に必要な率より高い率で発行することは正しくないのである⁴⁾。このかぎりでは、イギリスの例のように国債価格支持政策がまづ採用されたことは当然といえよう。問題はこうして発行された国債残高の構成の変化が金融市場にもたらす1種のかく乱作用である。新規に国債が発行されれば、有効需要面に対する政府支出の効果を除いて、民間の貨幣量はそのかぎり減少しデフレ的である。国債価格は下落し利子率は上昇する。反対に償還されれば、民間の貨幣量は増大し、国債価格上

昇、利子率下落とインフレ的である。いずれにせよ、新規国発行、借替え債発行が頻繁に行なわれると金融市場における民間資金と競合関係にたつことはいなめない。金融市場で中央銀行が引締め政策を考えたさい、財政当局が、大量の償還（満期前の）や低金利釘付け政策を行なえば、金融政策は効果が減殺されるか、まったくききめがなくなる。この実例はやはりつぎにみる米・英の共通した「金融政策の復活」としてその中に、問題点が集約されている。

金融政策も周知のように、完全雇用、経済の安定成長、資源の最適配分、国際収支均衡物価安定と多くの目標をもつ。適正成長という制約条件のもとで、それとのバランスの上で総需要の調整をはかることが基本的なあり方といえよう。したがって金融政策の視点からいえば、金融政策のあり方は、国債発行後といえども、本質的にはかわらないとする見方が正当である。もちろん国債の円滑な消化、財政部門の資金調達の容易性のある程度協調的に政策運営をする必要はあるであろうが、一方的従属的な運営は避けねばならない。ただ、財政と金融の当面の目標相互間はずねに対立を意味するものでなく、同一目標に向うこともありうる。例えば、民間消費・民間投資の低水準を基調とした供給超過ギャップが存在するさいには金融緩和政策が政府投資増大のための国債消化の円滑に寄与するといった⁵⁾ばあいである。そこで財政当局と金融政策当局の対立の緩和をめざし、あるいはいずれかの目標を中心とした国債管理政策が考えられるのである。

ところで、国債管理または国債管理政策については、その目標・手段をめぐる多くの見解がある。これらを紹介かつ多少の論評を加えながら、あるべき姿を見出す手がかりとしたい。その第一は伝統的もしくは古典的見解である。伝統的な健全財政 sound finance 的思考にたつて国債は資金管理の安定、貨幣的性格（流動性）のうすいことから、長期債に限るとする原則である。例えばサイモンズによれば、無利子のコンソル型が理想的であることになる。すなわち、国債発行は何らかのプロセスでインフレ

につながる（中央銀行引受けでなく、市中消化であっても）という考え方も原則的に長期債をのぞましいとするのである。長期債は流動性が低いので、構成上長期債の比重が高まることは、金融市場での全体の流動性を押し下げる。短期債は借替えが瀬ばんで、かつ流動性については上の結果とは逆になる。国債発行それ自体に政府部門への流動性強化の作用があるとするれば、インフレ防禦策としては長期債、できればコンソル債タイプに集約されると考えてもよい。マスグレイヴは「短期あるいは流動公債 floating debt は政府を気短かな貸し手のなすがままにしておくといわれる。さらにそれは銀行によって吸収されそうであり、それ故にインフレ的である。これらの理由から、平時における正当な借入れは長期であるべきである。……長期債に関する主要な議論はしたがって、破産に瀕してぐらついている財務省を見放したまま、債権者の恩恵以外は、債務を完全に償還させようとする貸し手の性急な主張にたいして、それが財務省に与える保護⁶⁾となった」ことをあげているが、必ずしも支持してはいない。

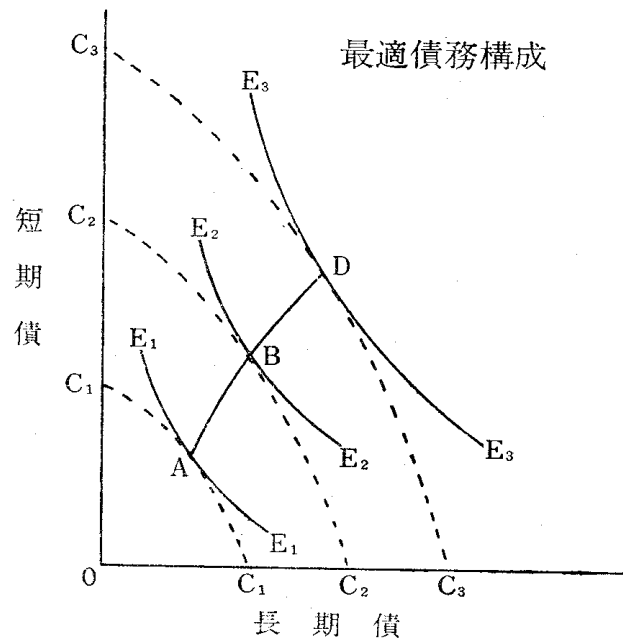
第2は景気対策的、アンチ・サイクリカルな管理目標をとる原則である。これは国債発行の金融効果（流動性効果）に着目し、積極的に管理政策を活用しようとするものである。国債の種類別発行⁷⁾によってのぞましい総需要を刺激または抑制するものであって、好況期には長期債を主に発行し、満期構成の高度化をはかると、流動性は減少して景気制御の役割を果す。同時に長・短期の国債発行を通じて流動性の増減、したがって通貨数量の増減を通じて景気調節機能を果すというこの効果それ自体は通常の量的金融政策と差異は少ない。政府収入の何らかの余剰を短期債償還の支払にあてることを要請する。さらにこのような景気対策的政策 countercyclical debt management policy は、それによって「長期利子率を上昇させ、それはまた資本拡張、住宅その他の建設に対する長期資金の有効供給を減少させ、かくてブームを沈静させる⁸⁾」ものである。他方、景気後退期には国債の満期構成が短期化されるよう、短期債中心の発行がなされ、

流動性増大効果を通じて景気刺激的と作用をもたらす。国債の平均満期の短期化はまた短期利子率を下落させ、投資刺激的となりうるのである。⁹⁾しかし、以上の主張に対する批判は、直ちにつきの利子費用最少化の要請と明らかに矛盾することである。すなわち、景気対策的な国債管理政策が有効に機能するためには、金融市場に混乱を招くほどの長期債価格の下落、長期利子率の上昇を必然的に伴うので、利子費用を最大にする可能性が大となることである。¹⁰⁾またシュメルダースは経済主体の態度は、利子率のみに依存するものでないことも批判理由にあげている。¹¹⁾

第3には、それに関連した財政当局の立場よりみた利子費用最少化ないし利子負担最少の原則である。国債費としての資金コストは調達手数料も入るが、利子費用がほとんどである。国債費を可能なかぎり削減しようとする動機は、財政上の要求として最低費用の原則が残存するかぎり、その立場からは第1の要請といえる。さらに必要な資金は何としても調達しなければならない。したがって、上に述べた景気対策的な政策に反し、経済状況に順応した国債発行論が主張される。景気後退期の資金需要小・利子率低下のさいには、2の主張とは反対に、長期債を発行し、インフレ期の利子率上昇期に短期債を発行するというものである。第2が counter-cyclical であったのに対し、明らかに pro-cyclical である。これの根拠は、国債の満期構成の変化が流動性に与える影響はきわめて少ないこと、利子率の低い沈滞期に長期債を発行するので、利子負担が小であること、同じ時期に好況期に発行された短期債を長期債に借替えることによって、残高構成を長期化して借替えの手数を省くなどである。¹²⁾しかしこの考え方も、財政当局は利子費用の最少のみでなく、経済安定化要因として、のぞましい流動性を保持しなくてはならないとすれば、一面に偏した原則といわねばならない。またこれを押すすめれば、金融政策の目的と対立することは明らか¹³⁾であり、アメリカ、イギリスの実例もそれを物語っている。

そこで第2と第3の折衷的見解として第4の最適満期構成論の立場が考

えられる。景気対策に役立つ国債の満期構成のうち、利子費用の最少となるものを「最適構成」とみる見方である。景気状態に即応した総需要の緩和もしくは抑制といった管理と利子費用の可能な限りの削減を目的とするという統合的理論は、ラルフ、トービン、ケーガンなどによって展開されている。ここではそれにいくらか批判的であるが、マスグレイヴになら¹⁴⁾ってその理論をきわめて簡単に展開してみよう。



結論的にいって、国債の最適構成（長・短期債のさまざまな満期の組合せ various combination of public debt）は図のA, B, Dに示される。図のE₁, E₂, E₃は民間等支出曲線 isoexpenditure curve であり、任意の点は投資支出に同じ程度の抑制 restriction を課す国債構成を示しE₁から、E₂, E₃へ移ると抑制効果が高まる。つぎにC₁, C₂, C₃は等（利子）費用曲線 isocost curve であり、各曲線上の各点は、投資家が一定の利子収入のために保有しようとする組合せを示している。C₁からC₂, C₃へ移ることは、より高い利子収入での承認を意味している。したがって等支出曲線Eと等利子費用曲線Cの交点が最適構成を示すことになる。しかしこの考え方にも「理論的にはきわめて興味深い主張であるが、実際にこのような最適構成を見出すことはきわめてむずかしい」¹⁵⁾こと

が指摘される。

第5は、国債構成の変化から与えられる影響をなるべく少なくして、経済安定効果はむしろ金融政策に期待するもので、中立性重視の見解である。第2の景気対策的な管理方法も第の利子費用最少の立場もそれほど効果的ではなく、また複雑な政策手段は好ましくない、との理由から、例えばフリードマンは国債は一定期限のものを、一定間隔で定期的に発行されることを提案している¹⁶⁾。同時に、財政当局の国債管理と中央銀行の公開市場操作を一体化して、全責任は中央銀行が負うべきこと、それによって効率化をはかり、金融政策の有効性を失なわないよう中立性を保つ必要があることを主張する。国債管理政策によって経済安定を期待することは重点をおかず、またどのような国債の組合せが最少の利子費用となるか、についても明確でない。それゆえに国債管理政策は中立的である方が、金融政策の独自の景気調整効果を高めるのに効果的であるとの見解は、「国債管理政策に積極的な意義を認めず、むしろ中立性を守って、不安定化要因とならないことに主眼をおいた¹⁷⁾」ものといえる。

目標、諸手段間の対立・矛盾についてはその都度ふれてきたが、総括的にはつぎのようにいえる。相克する二つの政策目標の取扱いにさいし、政策主体がとるべき態度として、三つの態度が考えられる。その1は政策目標のいずれを優先させるべきか価値判断の問題である。2は、国債の構造構成の及ぼす金融効果を認めても、国債管理政策の立場としては最少費用原則を貫くべきであるとするもの、第3は、流動性に関する政策目標を達成する方策のうち、最少費用のものを選択する態度である¹⁸⁾。これらのうち第3の態度が、すでにみた折衷的立場にたった最適満期構成論を中心に一般に認められている。日本の国債管理を考えるさい、さしあたっての手がかりとなる考え方であるといえよう。

注 1) Paul M. Horvitz, "Monetary Policy and the Financial System", 1964. N. J. p.383. ただこれは著者の Warren L. Smith, Debt

Management in the United States, Study Paper No.19. p.27. によるものとの注記がある。

- 2) 一谷藤一郎著「金融政策論」, 昭和49年3月, 有斐閣刊, 138頁。
- 3) 館竜一郎・浜田宏一著「金融現代経済学6」, 1972年5月, 岩波書店刊, 265頁参照。
砂川良和・菅寿一著「現代公債理論」, 1974年6月, 新評論刊, 233頁参照。
cf., Committee on the Working of the Monetary System Report. 1969. Reprinted. 1964. London. p.189.
- 4) E. A. Goldenweiser, American Monetary Policy, 1951. New York, p.266.
- 5) 滝寺洋一「国債発行と金融調整」, 『金融学会報告 XXIV』, 1966年10月, 東洋経済新報社刊, 125~6頁参照。
- 6) Richard A. Musgrave, "The Theory of Public Finance" 1959. reprinted Tokyo, p.599。
木下和夫監訳「マスグレイヴ財政理論Ⅲ」, 昭和40年4月, 有斐閣刊, 897~9頁参照。
CMC (The Commission on Money and Credit) Report, p.103. によれば「健全な国債管理は、多くの公衆に保有される市場性ある国債—第二次大戦以降発行された—の短期化を防ぐことを要請する。財務省は長期間にわたって、この債務のバランスのとれた満期構成をみちびくべき計画を追求すべきである」と、平均満期の長期化を要請している。
ダンバーグ/マクドウガル著「マクロ経済学」, 大熊一郎・宇田川璋仁訳, 昭和44年3月, 好学社刊, 314~317頁にも同意の叙述がある。
- 7) 例えば、短期債か長期債か、市場性の有無、償還性の有無、金融機関の投資にとって適当か否かなどのさまざまな種類が考えられる。財務省がインフレ圧力を抑制すべきであると判断したとき、高い利子率の長期債を発行することは、金融機関に向いていないので、個人その他によって消化され、消費や投資決定を抑制する。
cf., Leland J. Pritchard, "Money and Banking", second ed., 1964. Boston, pp.360~361.
- 8) Carl A. Dauten and Merle T. Welshans, "Principle of Finance", 1964. Ohio, p.562.

- 9) cf., E. A. Goldenweiser, "American Monetary Policy", New York, pp. 225~6.

cf., *ibid.*, Horvitz, p. 389.

ホーピッツによると、インフレ期に短期債を発行することは、第1に短期債（とくに財務省証券）はニア・マネイであり、公衆が高い流動性を保有することは危険である。第2に、短期債は金融機関に対してのみ販売されるので、銀行等の債券購入は銀行貸出しの拡大と同じような貨幣供給の増大である。第3に、財務省はしばしばリファイナンスのため債券を市場に押しつけ、金融政策とからみあう。金融引締め期に、財務省がしばしば出現することは好ましくない、としている。これはインフレ期における短期債発行の欠点というより、さきの長期債発行を原則とする根拠とみるべきかもしれない。

- 10) ほかに、ブーム期に、のぞましい国債構成を維持するために、債券を十分に売却することはほとんど不可能であるから実行困難な政策であるとの批判もある。

cf., *ibid.*, C. A. Dauten and M. T. Welshans, pp. 562~3.

- 11) vgl., Günter Schmolders, Finanzpolitik, 3., neu überarbeitete Auflage, 1970. Heidelberg, S. 412.

投資と貯蓄が利子率に関して非弾力的であるとのケインズの仮説を引用するまでもないであろう。

- 12) 前出、館・浜田著「金融」、268頁参照。

cf., A. G. Hart and P. Kenen, "Money, Debt and Economic Activity." 3rd ed., 1961. N. J. p. 465.

ハート・ケネン著「現代金融論」、吉野昌甫・山下邦男訳、昭和42年2月、日本評論社刊、506~7頁参照。

ハート・ケネンは「この措置は最善の方向ではない」としながらも、ある程度の正当性をみとめている。

- 13) vgl., a. a. O., Schmolders, S. 412.

シュメルダースによると、金融政策の目的は景気的理由にもとずいて利子率を上下に変動させることである。総需要の制御に関して、国債管理政策は、その財政的目的を見失なうことなく、金融政策の効果的な手段となるべきであると。

- 14) *ibid.*, R. A. Musgrave, pp. 601~2.

cf., E. R. Rolph, "Principle of Debt Management," The Am-

merican Economic Review, vol., XLVII, June.1957. pp.311~318.
 また「国債管理に経済の安定化機能を求めるならば、利子費用の最少化と経済の安定化を両立するような公債の種類のある組合せが求めなければならない」として、公債残高を一定に保ちながら、ある政策目標を達成するための最適構成を求める方法については、前出、砂川・菅著「現代公債理論」237~243頁参照。

- 15) 前出、館・浜田著「金融」271頁。
 同じ趣旨のことはトービンにみられる。「しかし、最適満期構成または利子率に関する具体的結論は、関連行動の経験的評価に依存する」。J. Tobin, "An Essay on Principle of Debt Management," Fiscal and Debt Management Policies, p.196.
- 16) cf., M. Friedman, "A Program for Monetary Stability, p.61.
- 17) 貝塚啓明「経済政策の課題」, 1973年5月, 東京大学出版会刊, 134頁。
- 18) 牛嶋正「国債管理政策」, 『金融経済講座Ⅱ』, 昭和43年10月, 東洋経済新報社刊, 145~148頁参照。

3. アメリカ、イギリスの国債管理政策

以上の国債管理政策論に対するひとつの検証として、アメリカ、イギリスにおける、とくに第2次戦後のそれぞれの国債管理政策に簡単なサーヴェイを与えてみよう。国債管理政策と金融政策は独自の目標設定から出発し、これが相互に対立することはすでにのべたが、ここでは、経済安定、もしくは安定的成長というより大きき目標のため、時として協調的に政策運営がなされた具体的な経過である。

戦後のアメリカの国債管理政策は、戦時中からひきつづいて利子費用節減のため、国債利回りを人為的に低い水準に押える国債金利釘付け政策 ¹⁾ pegged interest policy を維持した。アメリカの国債残高は1939年の419億ドルから第2次戦の戦費のため、45年には、2,781億ドルに膨張、1970年末には、²⁾ 3,892億ドルとなっている。この巨額の国債残高を抱え、戦後初期のインフレ期にもこの低利回り体系を維持するため、国債価格支持政策がとられたのである。この政策を効果的に実施するには、連邦準備銀行

(以下中央銀行と表現する)は市中の要請に応じて無制限に国債の買入れをしなければならない。はじめ短期債が、しだいに長期債が買支えの対象となり、中央銀行が本来的に行なうべき金融調節機能は、その独自性を失なうこととなる。当時、ケインジアンは金融政策のインフレ抑制効果を、(1) 利子率引上げは国債管理政策からの制約で、小幅にならざるをえない。(2) 投資と貯蓄は利子非弾力的であるから、わずかの利子率引上げは投資削減、貯蓄増加に効果は少ない。などの理由から高く評価しなかった。これに加えて、金融機関の国債投資から貸出しへの乗換えは、貨幣の所得速度を高めることが指摘された。³⁾インフレ期に中央銀行は金融引締の政策をとるべきところ、支持政策で財務省に協調して国債の買いオペをつづけ、資金供給をせざるをえないという矛盾、あるいはインフレ抑制のため高金利を主張する中央銀行と、依然として低金利を主張する財務省の対立は、1950年6月の朝鮮動乱で決定的段階に達した。しかも中央銀行の協力にもかかわらず、借替え債発行のさい、消化が十分でない事態も生じた。

以上の反省から財務省と連邦準備制度の間に1951年3月、「アコード・² Accord、(和解、合意)」が成立し、国債価値支持政策は廃止された。このアコードによって、中央銀行は「財政資金の円滑な調達には協力するが、今後の長期国債換金化の要求に対しては、無制限の買上げを連銀において行なわず、日々の市場を勘案して、浮動価格により公開市場操作を行なうことが決定された」⁴⁾のである。

戦後のアメリカの金融政策の復活—中央銀行の財務省に対する従属関係が断たれて、独立性を維持する—はビルズ・オンリー Bills only policy 政策からはじまる。これは中央銀行が売買オペの対象を短期債、とくに3ヶ月の財務省証券に限定するものであり、同時にどの国債についても固定的な利子率はありませんでした。つまり、公開市場操作は金融政策の目的を果すためにのみ機能したのである。この政策の論拠は、第1にこの政策が国債市場への中央銀行の介入を最少限にするので、市場の自由化に役立つ

こと、第2に、オペの対象を短期債に限定しても、金融政策の目標は達成可能であった。ところが50年代にアメリカ経済に根を下したいわゆる新しいインフレと国際収支の継続的な逆調は、財務省、中央銀行ともに高金利政策の採用を迫られた。市場金利の上昇にともない国債利回りを引上げるべきであるが、1918年制定の規制によって、長期債の発行利率は4.25%をこえることはできない。したがってこの時期の借換え操作は年の中期債（利率制限がない）でまかなわれ⁵⁾、これは国債の満期構成の低下をますものであった。この政策は60年の前半まで継続されたが、57年頃から中央銀行は国内経済における低金利政策志向と、国際経済的には高金利志向の間で、選択を迫られるという事態に直面していた。とくに60年の不況期には、前者に対しては、長期金利の引下げ、後者の国際収支問題——その原因たる短期民間資本の海外流出——に対しては短期金利の引上げないし一定水準の維持、という金利体系の逆方向の運営が要請された。その結果、1960年10月にビルズ・オンリー・ドクトリンが放棄され、1961年2月から二重金利政策 operation twist が採用された⁶⁾。ビルズ・オンリーが、これまで短期債のみを対象としたのは、利子率の変化にともなって市場価格が変動する、さまざまな満期の長期国債を対象とすると、期限のことなる国債価格と、したがって長・短期の利子率の構造に中央銀行が介入することになる。という理由によるものであった。ところが60年前後から、逆に、むしろ積極的に中央銀行は長短利子率の構造に影響を及ぼす必要があり、必ずしも中立的である必要はないとの批判も少くなかったのである⁷⁾。かくして景気回復と国際収支バランスの改善という目的を同時に達成させるため、長期金利を引下げ、短期金利の低落を抑える金利政策への政策的介入がなされた。この時代の国債管理政策はフィスカル・ポリシーの諸目的のうち国際収支均衡が強調されたのである。

ビルズ・オンリーをめぐる問題は、金融当局が金利構造に介入するか否かにつきるものである。通常の場合とはにかく、上にのべたような経済の

ある時期では、経済政策全体の立場から、金利構造の決定を常に市場にまかせることが至上とはいいがたい。アメリカの経験は必要あるさいには、国債管理政策と公開市場操作を通じて、両者の協調の上に金利構造に影響⁸⁾を与えることができることを教えている。

- 注 1) Paul M. Horvitz, "Monetary Policy and the Financial System" 1964. N. J. p.369.
Marshall A. Robinson, "The National debt Ceiling", 1959. Washington, pp.70~72.

2)

年 末	残 高 単位10億ドル	G N P に対する比率
1939	41.9	46.3%
1945	278.1	131.2
1950	256.7	90.1
1955	280.8	70.6
1960	290.2	57.6
1965	320.9	46.9
1970	389.2	34.0

伊東政吉「アメリカにおける国債管理」, 『金融ジャーナル』1972年6月, 金融ジャーナル新社刊, 36頁参照。

なお同教授によれば、「国債総額は、連邦政府の真の債務額を表わすものでない」(同36頁)ので、詳細には政府機関と信託基金で保有される国債は擬制的なものであることをのべられている。(同37頁)

- 3) 伊東政吉「国債管理と金融政策」, 『東洋経済』誌, 臨時増刊号, 昭和49年2月8日, 東洋経済新報社刊, 40頁参照。
4) 井上薫「国債管理政策の諸目標とその変遷」, 前出『金融ジャーナル』, 32頁。
5) cf., *ibid.*, Horvitz. pp.378~380.
6) cf., Leland J. Pritchard, "Money and Banking", 1964. Boston, pp.389~392.

著者はこの節の終りで、「このディレンマを解決する義務は金融政策よりむしろ財政政策の範囲内に、大きく存在する」と結んでいる。

- 7) 館竜一郎・小宮隆太郎著「経済政策の理論」, 1968年2月, 頸草書房刊, 157~8頁参照。
8) 前出, 伊東政吉「国債管理と金融政策」42頁参照。

イギリスの具体的な国債管理政策もまた、国債価格支持政策からはじまっている。第2次大戦中、膨大な国債発行によって戦費をまかない、大戦直後の1946年3月には236億に達し、なおその後も増大を続けている¹⁾。このことは財政面で政府の国債費負担を重くすると同時に、金融面にも国債の借替え、償還を通ずる攪乱的要因を与えたものである。

まず、国債費（利子負担）軽減のため、低金利政策ならびに利子率の釘付け政策がとられた²⁾。イングランド銀行の公定歩合は、1939年以来、じつに12年間にわたって2%にすえおかれたのである。しかしこの政策は、金融機関の融資、企業の資金調達についてきびしい直接統制および為替管理があってはじめて維持しうるものである。50年代に入って、戦時統制が解除されてゆく過程と、朝鮮動乱の影響から、直接統制による需要管理を行なうことが不可能になったこと、51年のポンド危機の発生などは、政策当局に大きな転換を要請し、国債価格支持政策は後退し、新しい局面——自由市場機構を前提としながら、財政政策および金融政策で、間接的に総需要を管理し、景気および物価の安定と国際収支の均衡を実現し、経済成長を実現を促進するという課題が政策当局におわされた³⁾——に対応して「金融政策の復活 *rivival of monetary policy*」が行なわれた。すなわち、1951年11月、公定歩合は12年ぶりに変更されて2%から2.5%に、52年3月には4%と引上げられた。同時に、これまで金利釘付け手段として用いられた公開市場操作は、従属的な立場から解放されて、直接に金融機関の流動性を操作する手段となった。とはいえ、国債残高の急増と短期債の比重が高い満期構成であったため、借換えのための新規発行を考慮し、思いきった高金利政策をとることは云可能であった。伝統的な金融政策が「復活」したが、金融市場においての国債・政府証券の比重の重さは変わらず、その消化の円滑化のため、公定歩合の変更もかなり弾力的に行なわれた。こうした国債消化的な政策がなお残存せざるをえない状況で、イングランド銀行は、金融引締め政策との矛盾に直面し、そのいずれに重点をおくか

という調整の問題が新しく発生した。大量の国債を抱え、発達した金融市場をもったイギリスで、いわばこのような金融政策の有効性を阻害する条件が奏合した50年代の経済環境のもとで、1959年、ラドクリフ報告 Radcliffe report が公表された。⁴⁾ この報告は流動性を規制する政策として金融政策は有効であり、戦後の経済界の利子率に対する感応度が低下したとはいえ、金利水準ではなく、金利体系の操作によって金利政策もまた有効であるとした。つまり、国債管理政策によって金利体系を操作し、金融機関の貸出し態度、いわゆる資金のアベイラビリティに影響を与えることによって、総需要の調整が可能となるとの理論理論構成である。⁵⁾ だが、この報告にしたがって国債管理がなされたわけではなく、つぎに登場するのが1971年の新金融調節方式 Competition and Credit Control-CC である。上述のラドクリフ・ドクトリンに挑戦して金融政策の力を重視した新マネタリズムに裏付けされ、国際収支の大巾な赤字とポンド平価切下げ、史上最悪といわれるインフレを背景に展開されたものである。金融界に競争原理を強化し、金融機構の効率化、金融政策の効果を強めるべき政策転換であった。CCに先立つ68年以降の国債管理政策は、これまでなお残存していた国債価格支持政策を縮小しつつあったが、⁶⁾ 71年以降、イングランド銀行は自らの裁量による長期国債の売買、借換えを除いて、中・長期国債市場からの買入れを原則として行なわず、金融調節の観点から（支持価格制の廃止）⁷⁾ 国債管理を行なった。一方で割引業者の共通価格での入札を廃止しこの二つの管理政策で長期債の利回り上昇等の結果をみ金縁証券市場に対する干渉を手控えたため、国債の民間消化力は増大したのである。とはいえ、⁸⁾ CC自体には失敗との批判も多い。「国債の管理には単純な行動準則はありえないのであり、諸般の状況はそのつどの複雑な情勢と、市場の魅力を長期的に保持する必要をふくめて、そのときの政策目的に照らして評価されねばならぬことを意味する」⁹⁾ ものであろうか。

注 1) この当時の国債費の推移はつぎのとおりである。

(単位：100万ポンド)

年	国債残高	利子・管理費	国民所得	国債の国民所得 に対する比率
1913	656	17	2,368	28%
1925	6,542	307	4,460	124
1938	6,994	219	4,867	143
1948	25,621	497	10,218	249
1952	25,890	641	12,668	204
1954	26,583	644	14,179	187

金融制度研究会編「イギリスの金融制度」日本評論新社刊，昭和34年，32頁参照。

- 2) ドールトン蔵相による低金利政策はつぎの理由による。
 - 1) 戦時中の国債は短期債依存の結果，償還期が戦争直後であり，財政負担を軽減するため。
 - 2) 低金利は戦後予想されるデフレ（事実はそうでなかったが一原）対策として，投資機会大，完全雇用実現をめざして。
 - 3) 短期債の比重大のため，金利上昇は借入費用の増大をもたらすし，所得分配上も好ましくないこと。
上掲「イギリスの金融制度」44頁，ならびに石田定夫「イギリスにおける国債管理」，『金融ジャーナル』1972年6月号，45頁参照。
- 3) 西村閑也「ラドクリフ報告と報告」，『セミナー経済学教室6』昭和50年2月，日本評論社刊，138頁参照。
- 4) Committee on the Working of the Monetary System, Report, London, 1956.
大蔵省金融問題研究会訳「ラドクリフ委員会報告」，昭和34年11月，大蔵省印刷局刊。
同上7章の結論は「金融活動と債務管理とはからみあっているから，同一の統制下におくべきであるということだけでない。それらは一つのものであって分割することはできない。債務管理は金融統制の中心である。そしてこの統一性をわれわれの制度の整備の上に十分に反映させることが本質的なことである」とし，国債管理政策と金融政策についての同報告の立場がうかがえる。（7章603節。同訳174頁）
- 5) イギリスの預金銀行は大量の国債を保有しているので，国債の市場価格にはきわめて敏感であった。市場価格が上昇すれば，一部を売却し

て貸出を増加し、下落すれば貸出減となる（lock-in effect）。国債の市場価格下落はさらに国債保有の刺激となり、貸出し抑制が可能となる。したがって、中央銀行は総需要抑制のため、銀行貸出を制限するには中・長期債の売りオペを行ない、景気回復には買いオペを行なう。

上掲「ラドクリフ報告と報告」141頁参照。

- 6) 「金融政策の復活」後も、ラドクリフ・レポートの出現後も、国債発行、借替の円滑のため、長期債に対して無制限の市場性を与える目的で、公開市場操作による国債価格支持が行なわれた。しかしこのオペが金融引締め効果を減殺したほか、1967年のポンド切下げ後の金融政策の運営をめぐる、68年IMF調査団から、長期債価格支持は引締め期における金融政策の効果を著しくそこね、金融当局は国内の流動性をコントロールしえないとの批判をうけた。

前出「財政金融統計月報270」21頁参照。

- 7) 同21頁参照。

鈴木淑夫「金融政策の目標と政策効果」、『現代経済』誌，17，昭和50年3月刊，26頁参照。

- 8) 藤沢正也「金融政策の新傾向」，前出『セミナー経済学教室6』153～163頁にくわしいサーベイがみられる。

- 9) “Edited by D. R. Croome & H. G. Johnson, Money in Britain in 1959—1969,” 1970. London.

D. R. クルーム/H. G. ジョンソン編，渡辺佐平高橋泰蔵監訳「金融理論と金融政策」1974年6月，法政大学出版局刊，216頁。

4. むすび

国債管理政策について、それのよってたつ理論や、アメリカ・イギリスにおける実例を簡単に眺めてみたが、とくに実証面でのサーヴェイはきわめて流動的で確たるあるべき姿を見出すことはできなかつた。現状で筆者に把握できた問題は、いわばフィスカルポリシーとしての国債管理政策とこれまでわれわれにとっての研究領域であった金融政策とのからみあいそれ自体であった。さらにいえば、「金融政策の有効性を著しく阻害してもなおかつ強行すべきほどの国民経済的な意義を国債管理政策はもちうる

か¹⁾」の検証であろうことである。そこには程度のちがいはあっても、財政当局と中央銀行の独立性・中立性²⁾をめぐるいくつかの問題も介在するし、変動する経済社会に照応した「国益」的な諸目標も導入されるのでまだ十分に未解決な分野を残している。

国債管理という概念はかなり古いものである。リカードの諸文献に散見されるこの用語はもちろん、現在の意味とはことなっているが、国債発行が行なわれるかぎり、管理の問題はつねに時代に応じて論議されてきたさまざまな政策も採用されてきた。

だが日本にとっては国債管理およびその政策は、その現代的意義において取扱われたのは比較的最近である。国債管理政策は実施される以前の段階である。昭和38年2月6日、衆院予算委員会で、故池田首相が国債発行論を演説⁴⁾し、41年度から本格的な発行が続けられているが、そのさいの前提である例えば公社債市場の整備発行条件の弾力化についても、前進はみせているが、十分な形での完結はみていない。日本の国債管理ないし政策を今後考えてゆくとすれば一層問題が多いようである。

注 1) 貝塚啓明「経済政策の課題」, 1973年5月, 東京大学出版会刊, 126頁。

2) ここでは議論の場所でないので、日本銀行法第1条の部分を引用するにとどめる。「日本銀行ハ国家経済総力ノ適切ナル發揮ヲ図ル為国家ノル政策ニ即シ通貨ノ調節, 金融ノ調整及信用制度ノ保持育成ニ任ズヲ以テ目的トス」と国家目的が強調されている。

吉野俊彦著「日本銀行制度改革史」, 1962年5月, 東京大学出版会刊, 446頁, 479頁参照。

このことは西ドイツのブンデスバンク法 (BBKG) においても、安定法 (Stab G) においても、金融政策は一般的に経済政策の諸目的にしたがうことが示されている。

vgl., Dickertmans, Siedenber, "Geldpolitische Lenkungsinstrumente in der BRD", 1973. Düsseldorf, S. 2.

3) D・リカード「経済的にしてかつ安定なる通貨のための諸提案。ならびにイングランド銀行の利潤を公衆およびイングランド銀行の株主と

関連して論じたる批評」、『リカードオ貨幣銀行論集』所収、小畑茂夫訳、昭和6年、同文館刊、参照。

D・リカード「公債制度論」、『リカードウ全集 IV、後期論文集、1815～1823年』所収、磯村隆文訳、1970年4月、雄松堂刊、参照。

- 4) 河野光雄・末弘達雄著「公債の登場」、昭和38年10月、経済法令研究会刊、12～20頁参照。

なお、国債発行は金融正常化、資本構成の是正のためといったふくみもとうぜんにいわれたが、本末転倒の要素もあるが、一面後者などは、発行要因の一つに考えられてもおかしくない。

北田芳治編書「現代日本の国債問題」、1973年4月、新評論刊、155～198頁参照。