

## 国債管理政策(2)

原 純 子

### 1. ま え が き

かつてラドクリク委員会 Committee on the Working of the Monetary System はその報告528節で、「政府が支出を決意する以上、これを制限する自動的な方式をまったく発見できない」とのべた。

わが国でも事情は同じである。51年度の経済環境のもとで、「景気の着実な回復と雇用の安定を図り」、同時に「景気の回復にともなってインフレが再燃することがないように努力する」ことを目標とする年度予算は、特例公債をふくむ巨額の国債発行で対処せざるをえないことを示している。一般会計国債発行額は7兆2,750億円(うち建設国債3兆5,250億円, 特例公債3兆7,500億円)であり、国債依存度は29.9%と見込まれている<sup>1)</sup>。

このかつてない大量の国債発行は、金融政策や金融市場との関連でこれまで以上に多くの考えなくてはならない問題を提起しつつある。国債残高<sup>2)</sup>の累積は古くて新しい問題、赤字国債と建設国債、市中消化と日銀引受け<sup>3)</sup>などのインフレとの関連、前稿できわめて概略的な素描を与えた国債管理政策の諸論点<sup>4)</sup>のほか、最近ではマネー・サプライ重視の立場からする観点も一層強調されている<sup>5)</sup>。国債金利の弾力化を軸とする金利の自由化問題である。さらに国債発行に代るべき手段が——あったとしてもそれは増税、付加価値税の導入などしか考えられない——が登場しないかぎり、国債金利のほかにその多様性も問題とされよう。したがって本稿では金融市場、金融政策との関連は日本の現状に即して、国債の種類、多様性については各国の例を中心に取扱ってみたい。

注) 1) 岩崎隆「51年度予算の背景と特色」、『財政金融統計月報289』, 1976年5月大蔵省印刷局刊, 2~7頁参照。

国債依存度の推移

年度		40	41	42	43	44	45
発行額	当初	—	7,300	8,000	6,400	4,900	4,300
	補正後	2,590	7,300	7,310	4,777	4,500	3,800
	実績	1,972	6,656	7,094	4,621	4,126	3,473
依存度	当初	—	16.9	16.2	10.9	7.2	5.4
	補正後	6.9	16.3	14.0	8.0	6.4	4.6
	実績	5.2	14.9	13.8	7.7	5.9	4.2

年度		46	47	48	49	50	51
発行額	当初	4,300	19,500	23,400	21,600	20,000	72,750*
	補正後	12,200	23,100	18,100	21,600	54,800*	
	実績	11,871	19,500	17,662	21,600		
依存度	当初	4.5	17.0	16.4	12.6	9.4	29.9
	補正後	12.6	19.0	11.9	11.3	26.3	
	実績	12.4	16.3	12.0	11.3		

- (注) 1. 公債依存度は  $\frac{\text{公債発行予定額}}{\text{一般会計当初予算}} \left( \frac{\text{補正後公債発行額}}{\text{一般会計補正後予算}} \cdot \frac{\text{公債発行実績}}{\text{一般会計決算(歳出)}} \right)$  である。
2. 公債発行額は公債発行による手取金を示す。
3. 50年度, 51年度の\*印はそれぞれ(22,900), (37,500)の特例公債を含む。

前出統計月報, 6頁より作成。

- 2) 「公債発行について, 赤字公債と建設公債を区別すべきであって, 赤字公債を可及的すみやかに排除することによっていわゆる公債発行に歯どめをかけるべきだという主張がある。しかしこのような規律は建設公債についてもあてはまる。たとえ財政法にもとることがなくても, 景気の状態において建設公債を減額して租税収入で公共事業等をまかなうべき事態も十分にありうる」

宇田川璋仁「不況と中央・地方財政の前途」, 『季刊現代経済21』誌, 1976年2月刊, 東洋経済新報社刊, 44頁。

建設国債・赤字国債に本質的な差異はなく, とともに同一性格をもって

インフレ促進的に機能するとされる林栄夫教授はつぎの諸点をあげられる。1). 建設国債の対象事業は公債の元利を支払っていきける自動弁済的なメカニズムをもたない。2). 公債対象事業の種類を拡大する、同一事業のさいでも事業量の拡大となって公債依存率を高める。3). 公共事業のコストが高くなっている。4). 50年度の補正予算で、4兆円の税込減に対し、建設国債を1兆1,900億、残り2兆2,900億を特別赤字国債で発行し両者に区別のないことを示した。5). 建設国債依存の産業優先型公共事業が拡大している。6). 歯どめと関連した市中消化の問題として、マネー・サプライの増大で解決しようとしていること。

林栄夫「赤字国債は日本経済を減さないか(対談)」、『エコノミスト』誌、1976年1月20日号、28頁参照。

- 3) 金融機関の国債所有率を国際比較でみると、日銀の国債所有比率は73年度末20.2%、74年度末29.8%、75年12月末44.6%で、市中金融機関所有分と合計すると73.9%であり、第2位の西ドイツの69.8%を上まわる。「この所有構造は戦後日本財政の脊骨ともいふべき日本銀行引受発行の禁止がすでに有名無実になっていることを示し、財政と金融のミックスというよりは癒着統合といった方がよいというほど」との見解もある。

一泉知永「国債発行と低金利政策」、『銀行研究』誌、1976年4月号、文雅堂銀行研究社刊、12頁。

- 4) 拙稿「国債管理政策—金融政策との関連—」、『研究論集』第9号1975年10月千葉敬愛経済大学経済学会刊。
- 5) 「金融政策をめぐる新しい諸問題としては、金融効果の波及経路の再検討、金融政策の有効性をめぐるケインジアンとマネタリストの対立、金融政策の運営指標としてのマネー・サプライの重視、信用割当をめぐる諸問題、そして国債発行に伴う民間支出のクラウドディング・アウト効果などをあげることができる」

石川常雄「金融政策論の新局面—クラウドディング・アウト効果とマネー・サプライ」、『現代経済』誌、23号、1976年6月、日本経済新聞社刊、32頁。

## 2. 金融市場における諸問題 I

### — 低金利政策と金利弾力化 —

日本の国債は現在のところ、種類が単一であり、組みあわせるべき他の種類は存在しない。中期債の発行が日程にのぼっているが明確ではない。<sup>1)</sup>とすれば、国債管理の対象は発行金利の決定のみとなる。またもし中期債

や後述の諸債券が発行されたとしても、金利決定は国債管理の大きな要因である。とくに最近のように大量の国債をかかえた経済へ変化した現状を考えれば、国債の価格形成としての国債金利の形成がますます重要視されてくる。

ところで現実の国債発行価格、応募者利回りは政府によって決定される。文字通りの規制金利である。事業債の発行条件が弾力化されて以来、国債発行条件が以前に比して、かなりしばしば改定されるようになったが、なお事業債と国債利回りの間には少くない差が存在している。これは国債発行金利が市場の需給メカニズムで決定される値より、かなり高位で釘づけされてきたことを意味している<sup>2)</sup>。したがって十分な弾力的発行とはいえないのである。いかえればわが国の金利が硬直的であり、金利メカニズムが機能していないことであり、より具体的にはいわゆる人為的な低金利政策が採用されているということである。ここでいう低金利政策は、金融緩和政策としての本来の低金利政策のみでなく、「低金利にはするがそれによる資金供給力以上の資金の需要を抑えるため、各種の資金需要に対して差別的な規制を加えるという『低金利不均衡システム』」<sup>3)</sup>である。臨時金利調整法に代表される直接統制は金融の市場機能を破壊する。つまり、「金融取引の相対性、個別性や流通市場の未発達といった市場や資産の性格に依存するよりも、通貨当局の規制や暗黙の行政指導によって硬直性が上から与えられ、保存されてきたというべき<sup>4)</sup>」であろう。つぎには金融市場の不完全性もまた問題となる<sup>5)</sup>。金利硬直化の弊害は説かれて久しいが、ここでは国債発行との関連を中心としよう。

巨額の国債を発行する経済では以下の問題に直面する。市中消化を原則とする国債発行下では国債金利（利回り）が他の市場金利に比べて高いことが条件となる。いうまでもなく民間資金需要が旺盛であれば、金利の安い国債に向うべき貸付け資本は対民間貸付を選択する。実勢金利の高い他の金融資産に向うことも当然であるからである。しかしこれもいうまでも

なく国債費としての政府負担を加重するし、これまでの意図的な低金利政策にも矛盾する。そこで「公債金利を低くおさえようとするのが政府の立場となり、これでさらに公債発行を容易にするためには、結局他の市場金利を引き下げて公債金利を相対的な高率にする方法が残される<sup>6)</sup>」ことになる。これはまた、「可能なかぎりの低い利子率でファイナンスまたはリファイナンスすること<sup>7)</sup>」が国債管理のひとつの目的であることも周知のことである。したがって国債発行には低金利政策が受け皿としてつねに行なわれてきたし、現状においてもやはり準備される。

低金利政策施行のさいの問題は第1に、景気過熱を生じたさい、インフレの加速が予測されるさいの引締め政策との矛盾である。国債のかかなりの部分を金融機関が保有するという構造において、金利水準の引上げは利子率効果やアベイラビリティ効果よりも、まず引受け主体のキャピタル・ロスを現象させる。資本損失を承知の上で国債を処分し、貸出資金にまわすという反引締の態度をとり、高水準の貸出金利でその損失を補うことも考えられる。かりにキャピタル・ロスに耐えればその限りで収益圧迫となる。第2は公社債市場の未発達の原因となったことである。これはきわめて単純に、公社債市場に対してきびしい人為的規制が加えられていること、具体的には政策当局が一貫して採用してきた低金利政策の一環として公社債の発行価格が市場の実勢より、かなり高い水準に決定されるため、発行できる債券の量が制約され、とくに流通市場への重い負担を課してきた。したがって低金利を軸とする市場規制要因が取り去られるとすれば公社債市場は必然的に市場たる機能を発揮し、日本の金融構造それ自体の効率化にもつながる<sup>8)</sup>ことは当然である。とくに流通市場の本来の意味での整備は国債の市中消化、とりわけ個人消化にとって必要最低限の要請である。当局の金融統制のあり方が、例えば低金利政策という方式で民間の合理的な資産選択を妨げることは許されないし、合理的選択の結果として市場は対応すべきものであるからである。こうした諸点から考えて巨額の国

債発行を前提する日本の金融市場としては、誰もがいうように、金利の硬直化現象——法規制、金融機関の寡占、相対取立という慣習、時としてはかつての30年代の高成長志向の低金利政策等をふくめて——を可能なかぎり弾力化し、自由化のプログラムを組まねばならない。

金利の自由化といっても具体的には部分的な金利自由化の主張が多く、むしろ金利の弾力化がその第1段階である。いずれにしても、あらゆる金利をすべて市場メカニズムに委ねるとか、あらゆる金融取引を、金利機能によってのみ調整すべきであるとの極論は現実から余りに遠く離れたものといえる。それはさておき、現状の国債発行下では、長短金利体系は金融市場において決定されるという基本的な姿をとらざるをえなくなるであろう。また、現行の金利規制の全面的撤廃がただちに市場メカニズムの活用を意味するかといえ、それも適切でないとし、その理由は「第1に、貸出金利の自由化は金融業の寡占化をいっそう助長し、結果的にはあらゆる基準からみて改悪となる危険性が高い。第2に、預金金利の自由化は、金利のひんぱんな変動を招き、貨幣価値で測ったにせよ、安定した資産としての存在価値が減殺され、収益率の不確実性という負の効用を資産保有者に与える<sup>9)</sup>」との主張もある。理論的ならびに金融実務界の反論はともかく、わが国の金融市場としては自由化、少くとも弾力化に向って柔軟な政策態度を採るべきことはいうまでもない。諸外国においても60年代から70年代にかけて、金利の自由化は大きく前進している。もちろん欧米諸国の自由化はわが国とはかなり次元の違ったものである。第1に、国債金利が固定され、公社債金利にも当局の直接規制が及ぶ例はなかった。米英で国債の市場価格を支持する買いオペが行なわれ、賛否の論争はあったが、国債は債券市場で自由な価格形式が行なわれていた。第2に、公定歩合中心に他の金利がそれに追随するという日本の金利政策とはことなり、欧米では自由な金利機能を尊重し、当局はオペによる資金需給で望ましい金利水準を実現するのが原則である。<sup>10)</sup>

ここでその1例として、イギリスの新金融調節方式にふれてみよう。これまでのラドクリフ原理のゆきづまりに対してなかりラジカルな改革であるといわれる。この新方式は、1. これまでの金融機関の貸出にたいする直接規制を廃止し、その代りに一律の最低準備比率と特別預金を課する。2. 手形交換所加盟銀行間の、預金および貸出金利についてのカルテル協定の撤廃を指示した。3. 割引商社の統一価格による大蔵省証券の共同入札という独占的協定を、各商社ごとの共同入札に改める。4. 国債の価格支持政策を撤廃する。というものであった。これは当局の金融政策に対する間接規制への移行を意味すると同時に、金融諸機関の自由な競争、市場原理を信用配分へ適用させようとするものである。この方式採用の背後には、60年代におけるマネタリズムの浸透も見逃すことはできない。マネー・サプライとの関係は後にふれるが、国内インフレの激化は従来はの利子率操作による統制が大きな意味をもたず、貨幣供給こそが物価や経済活動に大なる影響を与えることの認識も一般化し、69年のIMF勧告の事情<sup>11)</sup>もあって、貨幣供給の重視へと移行したのである。これに先立つ67年にはイングランド銀行の国債価格支持政策が完全に打切りとなり、これらの事情から国債市場の金利と市中金利が自由化され、金融政策に対する阻害要因がかなり大きく解消したのである。

以上からも明らかなように、わが国でも国債金利の弾力化を手がかりに、というより国債を柱として市場金利の自由化への波及を考える時期に到達している。少くともこれまでのように、国債金利の固定化がいっそう市場金利の硬直化原因となることをさげねばならない。すでに46年から事業債については自由化されているように、国債発行価格も市場の実勢を反映してなされねばならない。必然的にこのことは国債金利の水準を高めるであろう。これは国債の利子負担を高め、将来の税負担を増加させるであろう。国家財政としては国債価格釘づけを、したがって古典的原則でさえある利子費用最少をはかるであろうが、典型的な国債管理政策と金融政策

の衝突である。しかし、国債利子費用軽減という要請はあくまで一国の経済政策の副次的な目標であって、このためマクロ経済政策のかじ取りをゆがめてしまうことは望ましくない。そこで選択の問題として、国債金利の弾力化、金利機能の発動によってインフレ圧力や国債の過剰発行を防ごうとする方向も主張されるのである。<sup>12)</sup>

国債発行自体とインフレーションが必然的に直結するという論理はまだ十分とはいえない。しかしそれがインフレ的結果を招くかどうかは金融政策、国債管理政策の梶の取り方に大きく依存するといえる。ひきつづいてマネー・サプライとの関連で国債発行を論じなければならないが、そこでも金利の弾力化、自由化の問題が不可分的に登場するであろう。

- 注 1) 昨年12月から問題となっていた中期国債（5年、割引債）は、早ければ年内、おそくとも来年1月から個人向けに発行される見通しである。大蔵省は金融界の反対があっても押し切つて実現させる意向と伝えられる。日本経済新聞，51年9月25日1面記事より。
- 2) 昭和47年頃の低金利時代に、事業債と国債の応募者利回りの差が0.3～0.5%の間であり、49年の高金利時代には1.2%をこえる値をとっていた。<sup>9)</sup> 浜田宏一「金利自由化の政治経済学」、『東洋経済』誌，1976.8.28号46頁参照。
- 3) 西川元彦「日本における金融政策の方向」，貝塚啓明編。『金融政策』，1972年6月刊，日本経済新聞社，28頁。
- 4) 浜田宏一，前掲論文，46頁。
- 5) 川口弘，「金融市場の不完性とわが国金融の二重構造」『季刊現代経済』誌，15.1974年12月，日本経済新聞社刊，154～171頁参照。
- 6) 磯村隆文「物価変動の理論」，1967年9月，東洋経済新報社刊，209頁。
- 7) Bernard P. Herber, "Modern Public Finance" 1967, Illinois. P. 461.
- 8) こうした標準的な考え方は、説得的ではあるが、金融取引における市場機能の限界を無視したものとし、「新制度学派」的議論から導かれる仮説にしたがえば、「日本の公社債市場が未発達であることの基本的理由は、日本においては銀行組織が高度に発達し、同時に銀行と企業との協働関係を媒介とする金融取引がきわめて広範に行なわれてきたこと」にもとめられる説もある。
- 堀内昭義「金融構造と市場」、『東洋経済』誌，1976年7月，臨時増刊号，93頁。



- 9) 蠟山昌一「私の金利自由化論」、『東洋経済』誌, 1976年2月5日臨時増刊号, 東洋経済新報社, 20~21頁。
- 10) 鈴木浩次「金利自由化のプログラムを急げ」、『東洋経済』誌, 1975年10月臨時増刊号, 東洋経済新報社, 28~29頁参照。
- 11) 玉野井昌夫「イギリス金融市場の構造と金融政策—新金融調節方式をめぐって—」, 大内力, 加藤俊彦, 三瀧信彦編, 『世界経済と日本経済』1973年12月, 東京大学出版会刊, 191~196頁参照。
- 12) 浜田宏一, 前掲論文, 50~51頁参照。

### 3. 金融市場における諸問題 II

#### — マネー・サプライと金利弾力化 —

国債発行と金融市場との関係で、つぎに取上げるべき問題は最近重視されつつあるマネー・サプライをめぐる論点であろう。常識的にすぎるが50年度の経済白書にしたがうと、「通貨供給量の推移とその供給ルートを見ると昨年以降の増勢には、金融機関貸出の増加を反映した民間向け信用の増大のほか、政府向け信用供与の増大、すなわち銀行部門が国債や政府短期証券を引受けて政府に信用を供与しそれを政府が民間に支払うという<sup>1)</sup>ルートによるマネー・サプライの増大が確かにかんがりの寄与をしている」と国債増発の金融面へのインパクトについて語っている。47—48年の世界インフレの経験を通じてマネー・サプライの果たした役割が各国でも注目されており、「今回は国債の大量発行とも関連してマネー・サプライの動向<sup>2)</sup>に従来以上に注意しておかねばならない」ことも強調されている。

欧米諸国でも金融政策指標として、従来は金融市場（主として短期の）金利が中心であったが、最近においてはマネー・サプライに代表される量的金融指標を重視し、金利は可能なかぎり自由化の方向へ進めようとの傾向を強めている。こうしたマネー・サプライ残高重視の背景は日銀によると以下の通りである。第1はインフレーションの高進——名目金利と実質金利の乖離であり、第2は国債価格支持の悪影響、第3は海外短資流入の

増大、第4がマネタリズムの影響である。<sup>3)</sup>わが国においてもマネー・サプライと経済活動、とくに物価水準との間にかなりの統計上の相関関係が認められ、「とくに  $M_2$  残高が変動すると、数4半期後の物価も同じ方向へ変動するという共變的な関係は、30年代~40年代を通じて観察される。このように両者の関係が密接なのは、 $M_2$  残高によって代表される民間部門（銀行を除く）の手元流動性の変化が多様な経路を通じて物価に響いているため<sup>4)</sup>」といわれる。

国債発行によるマネー・サプライの増加は以下のように考えられる。日本のばあい、日銀による直接引受けは財政法上行なわれていないし、一般民間部門（家計・企業）による消化も現在ではまだ無視できるから、市中金融機関による引受けを中心とする。そのさい、国債発行時点では国債代金と相殺されてマネー・サプライの増大は起らないが、財政支出が進行するにつれて当然マネー・サプライは増大する。市中金融機関が国債保存を純増するさい、その代金は信用創造によって賄われているので明らかな通貨供給増をもたらす。それゆえに市中金融機関の国債保有は対政府信用の増加を伴ってマネー・サプライの増加をひきおこすものである。それに加えて買いオペによる通貨増が発生する。例えば市場における国債価格下落は価格支持のための買いオペを促すし、市場における金融逼迫もまた買いオペの原因となり、一年以上保有の国債については必要のさい、現に行なわれている。この国債増発によるマネー・サプライの増大が、単独にせよ他の原因によるそれとの関係にせよ<sup>6)</sup>過大な名目需要を喚起し、これはマネタリズム的観点からも、<sup>5)</sup>ディマンド・プルの観点からもインフレにつながる。しかも国債発行に代りうる他の財政補完策が現出しないかぎり、上記のマネー・サプライ増は加速度的に増大することは疑いのないところである。

この問題はイギリスの新金融調節 Competition and Credit Control-CC においても主題となっている。いわゆるプライス・メカニズムを活用して

金融効率化を図り、金融政策の有効性を発揮させようとした新方式である。ラドクリフ・ドクトリンに基く金融政策の破綻に直面して新しい指導原理を求めたといわれるこのCCは「従来の金融政策は銀行貸出の規制に重点をおいていたが、金融構造および資源の配分を歪めて、資金効率を悪化させる弊害があった。……したがって当局は貨幣総量 **monetary aggregate** の管理を重視せざるをえない」こと、それによる金利構造への影響を考慮したものである。現実にも1967年のポンド切下げ後も国際収支に改善が見られずIMFスタンバイ・クレジットの要請に対して、IMFから国際収支赤字の原因はマネー・サプライの急増によると指摘された。マネー・サプライ増大の原因のひとつは、イングランド銀行による国債価格支持政策であった。この批判を契機として1968年秋以降にマネー・サプライの統制を強めるため、国債買支え政策を中止し、「国内信用増加額 (**domestic credit expansion, DCE**)」をふくめたマネー・サプライを金融政策運営の目標とした。CC導入後は金利の自由化を図り、72年秋以後はさらに金利を自由化し、もっぱら支払準備やマネー・サプライなどの量的金融指標を政策的にコントロールすることになっている。<sup>9)</sup>

アメリカにおいても1968年金融政策を急転換させた。これにより同年3～4月は11.6%、5～7月は9%、10月11.9%と激しい勢いで増加した通貨ストックは、翌年1月にかけて3.1%、69年7月にはマイナス1.8%と激減した。財政引締めも同年随伴した。この転換の原因は1965年以来累進したインフレであり、このインフレはニュー・エコノミストによる金融・財政政策のいわゆる微調整 **fine-tuning** に起因するものであった。<sup>10)</sup> この政策転換ののちさらに、1970年「公開市場委員会 (**money market conditions** 略称 **FOMC**)」は金融政策の運営目標を通貨および銀行信用といった量的金融指標によりウェイトをかけた考えを示し、目標転換を決定的なものとした。72年以後マネー・サプライの基礎となる金融変数が求められ、74年以降は「**RPD**」(**reserves available to support private non-bank**

deposit), フェデラル・ファンド・レート, を操作目標とし, これによ<sup>11)</sup>って究極的な運営目標  $M_1$ ,  $M_2$  の目標値を実現しようとしている。

諸国の例からも, わが国の経過からも, 新しいマネタリズムという理論的な面からもマネー・サプライ重視の政策は, とくに国債大量発行下においてさらに細部までつめていかねばならない。そしてマネー・サプライ残高の変動を真に重視するとすれば, いうまでもなく人為的, 硬直的な低金利政策と両立するものではない。国債価格支持政策においては一層そうである。反対に, 国債がかなり発行されても, 金利を弾力化することができれば, マネー・サプライ残高の適正化はある程度可能である。それによってインフレ再燃を回避しようとするれば弾力化された金利は必然的に高い水準<sup>12)</sup>に変動することは不可避である。ただこれはゆるやかな不況脱出に成功しかけた例えば51年の日本経済のさいなど多くの問題をはらむものであるが。

マネー・サプライの管理は一面で, クラウディング・アウト効果 crowding out effect<sup>13)</sup>をも論じさせる。51年の日本経済で, 景気刺激のための金融緩和策が実施されている段階で, 大量の国債発行は金融緩和にマイナスに作用するのでないか, またマネー・サプライ重視の金融政策は利子率を弾力的に変動させるが, それは利子率の上昇を通じてクラウディング・アウトを発生させるのではないか, の議論である。総貨幣供給量を統制対象として考えるさい, 国債発行にかかわる分が動かしえないとすると, あとは民間金融機関の貸出し全般に関する金融政策の締めつけとなる可能性は大であるからである。現在はまだこの効果が現出しているとはいいがたいが, これも今後の課題となりえよう。

注 1) 経済企画庁「昭和50年度, 年次経済報告」, 第1章, 第4節2。

2) この文の直前に「このようなマネー・サプライの急増を背景とする物価上昇期待の増殖は今回の景気回復局面においても生じる危険はないであろうか」があり, その点でマネー・サプライの動向に注意しなくてはならない, ともとれるし, またすぐつづいて「それは財政赤字を国債でフ

ファイナンスする場合には民間資金との競合問題が起る可能性があるから」とクラウディング・アウトとの関連のようにも考えられ、理解しにくい。

同上，第3章．第3節．5

- 3) 日本銀行調査局「欧米主要国におけるマネー・サプライ残高重視の傾向とその背景」、『わが国の金融政策と通貨・金利』，1976年1月，日本信用調査株式会社刊，66～67頁参照。

- 4) 同上書，1頁。

わが国のマネー・サプライの定義は日銀によると，

$M_1 = \text{現金通貨} + \text{預金通貨}$

$M_2 = M_1 + \text{定期性預金 (準通貨)}$  で  $M_3$  (銀行以外の金融機関等の貯蓄性預金) は現在のところ採用していない。

同上書72頁参照。

- 5) Cf., Milton Friedman, "The optimum Quantity of Money and Other Essays" 1969, Chicago, PP. 171～187.

Cf., Robert A. Mundel, "Monetary Theory" 1971, California, PP. 12～13.

- 6) 銀行の与信活動によるマネー・サプライ増，国際収支黒字と過剰流動性その他の関係についてつぎの劣作がある。

小宮隆太郎「昭和48,9年インフレーションの原因」、『季刊経済学論集』第42巻第1号，1976年4月，東京大学経済学会刊，2～40頁。

- 7) ラドクリフ・レポートは流動性効果を金融構造ないし政策のもっとも重要な手がかりとみていた。40年代の金融政策が投資の利子非弾力性に根拠をおいたのに対し，貸手分析 analysis of Lender's preference とよばれるアヴェイラビリティ理論に立脚する。したがって流動性は総需要と密接な関係があるので，例えばインフレ措置として総需要を抑制するには，マネー・サプライの制限だけでなく資産のアヴェイラビリティ availability (資金の入手可能性，真の意味は貸手の資金余力) を引締めねばならない。それゆえにこのレポートによる主なる政策手段は金利政策であった。

この流動性に注目し，マネー・サプライの重要性を顧慮しない市場に対して理論面からも，60年代後半のイギリス経済の現実の出来事からも批判が多かった。

藤沢正也「イギリスの信用と貨幣」，1975年4月，ミネルヴァ書房，217～219頁参照。

- 8) 藤沢正也「金融政策の新傾向」、『セミナー経済学教室・6』，1975年3月，日本評論社刊，160頁。

- 9) 鈴木淑夫「金融政策の運営目標と政策効果」『季刊 現代経済』誌, 17号, 1975年3月, 日本経済新聞社刊, 26~7頁参照。  
 渡辺佐平／高橋泰蔵監訳, D.R. クルーム／H.G. ジョンソン編「金融理論と金融政策」(原題 Money in Britain 1959—1969), 1974年6月, 法政大学出版局刊, 228頁参照。
- 10) 西山千明「マネタリズム」, 1976年8月, 東洋経済新報社, 95~100頁参照。
- 11) 鈴木淑夫, 前掲論文, 25~26頁参照。
- 12) 西山千明, 前掲書, 276~278頁参照。  
 ラドクリフ報告10周年記念の会議の記録も, 利子率を基本的な政策変数と考えるより, 貨幣供給を基本的なそれと考えることが望ましいとC以前にある程度もりこまれている。
- 13) クラウディングアウト効果とは、「民間消化を前提とする国債発行によって政府が財政資金を調達するとき金融市場から資金が吸上げられ, 資金の不足・利子率の上昇をもたらし, その結果, 民間資金需要が「押しつけ」(crowd-out) られ, 民間投資ひいては消費支出が後退を余儀なくされる効果」である。  
 石川常雄「金融政策論の新局面」, 『季刊 現代経済』誌, 23号, 1976年6月, 日本経済新聞社刊, 33頁。

#### 4. 考えられる諸方策

以上の諸問題を考慮し, かつ一方で財政支出の増大を不可避のものと前提すれば, 国債管理の1たんとして, 現実的な国債の発行方法について考えることも必要であろう。国債管理を論ずるさい, 多くの人によってあとづけられているマスグレイヴならびにトービン・モデルにおける最適満期構成論その他は理論的・抽象的段階でのひとつの結論である。同時にその理論<sup>1)</sup>についての非現実性もいわれている。トービンの満期構成論は, 金融効果を最少コストで発揮することにつきとも考えられる。しかしアメリカ経済における60年代後半のインフレ抑制の失敗は前述したような国債管理の金融理論に基本的原因が内在したことを示し, 最適構成論は結局, 新たな制度改革論を登場させるすじみちをたどる。証券準備の導入と, 購買力条項つき債券 Bonds with purchasing power escalation の発行である。<sup>2)</sup>

後者の購買力条項つき国債についてのトービンの説明は、「政府は購買力条項つきの、すなわち、元本および利子が消費者物価指数に連動した市場性のある、または非市場性の債券を発行すべきである。この種の市場性債券は、金融統制の効率を大いに改善する<sup>3)</sup>」ことである。つまり、これら債券の売買操作により、貨幣当局は資本の供給価格以上の挺率 leverage をえるし、またこの債券は、直接・間接に金融資産の利用目録におけるひどいギャップをもみたす。したがって投資家は価格水準や証券市場でのリスクを避けることができる<sup>4)</sup>との理由による。金融政策の効果が主として資本の供給価格の変動を媒介として作用するとすれば、経済活動に直接的影響を与えるもっとも有効な手段は資本に対する請求権の売買を行なうことであるとされ「equity の売買は個々の企業に直接に影響を与え、差別的な効果を生ずる。このような差別的な影響を最少にとどめ、なお equity の売買と同じような効果を生ずる 1 つの方策は、equity と密接な代替関係をもつ公債を発行し、この売買を行う。……公債と equity の基本的な違いが、一方が物価の変動に伴ってその実質価値に変動が生ずる点にあるとすれば、エスカレーター条項つきの公債は equity と密接な関係に立つはずであるから、このような公債を発行し、その売買を通じて金融調整を行えば、金融政策の有効性が高められる<sup>5)</sup>」として、物価上昇が恒久化の現状では、検討に値する構想との説明もある。少くとも、この種債券の発行は、国債管理政策というより、金融政策、流動性政策的であるが、接続しつつあるインフレ処方<sup>6)</sup>を、いかえればその時期における市場性を考えた技術的方策といえるものである。また、デューによれば、これは一定数のドルで支払う、というより一定の購買力（適切な価格指数で決定された）で支払う債券と規定され、その効果もさして違わない。すなわち、「このプランはインフレからの損失を除き、かくてインフレが予測されるさい、債券を現在のそれより魅力的たらしめる<sup>6)</sup>」として、公衆の満期までの証券保有、インフレ圧力からの若干の解消が示唆される。さらにデューは、固定購買力つ

き債券 fixed purchasing power Bonds は、利子支払の調整も組みこまれ、一般物価水準指数での満期価値をもつものであるから、市場性はより高くなり、比較的低い利子率で売却も可能であるとする。<sup>7)</sup>とはいえ、これは国債管理にとって、決して万能薬ではない。以上からも考えられるように、ただちにいくつかの欠点も目につく。同上デューによれば、第1の不利は、「現在の証券と新しいそれとの間の関係」に集中する。<sup>8)</sup>つまり、公衆の投資が新しい証券に大きなシフトを示すであろうことからの市場の混乱である。第2に、インフレをチェックすべき政府に対して圧力を弱めるものではないか、このことから逆にインフレを一層促進したり、安易にインフレ政策を採用しがちではないのか、というおそれである。たしかにこのようなエスカレーター条項つき国債の設定は、インフレ政策やインフレの加速化に暗黙の承認を与える結果になりかねない。したがってこの制度は経済に対して、あと1つのエスカレーターをつけ加えることを考えねばならない。

つぎに一般にいわれるものとして、事前借替え（期限前借替え）の制度がある。ハーバーによれば、「国債管理政策における最近の発展は……『事前借替え』 advance refunding のテクニクである」<sup>9)</sup>とされる。これは証券保有者が、現に保有する証券を満期以前に、都合の良い条件で新証券と交換する機会が与えられるものである。このことはまた、国債が満期になったさい他の資産へのシフトの可能性を少くするが、平均期間の長期化も促進するのである。<sup>10)</sup>そして必ずしも低い利子率から高い利子率へのそれにシフトするのではなく、逆もありうる。「というのは、新旧国債の相対的価格づけは、投資家が低い利率 lower coupon にもかかわらず、利回りにおける若干の増大を選択する」<sup>11)</sup>こともあるからである。シェラーはさらに、この事前借替え操作は連邦の国債管理戦略に大きな弾力性を与え、選択可能な手段を拡大させ、そのうえ、金融政策との関連の深い国債管理政策のニーズにより効果的に協調できるなど、かなりの高い評価を与



12) えている。もちろん、この操作についても投資家が長期債務を喜んで受託  
 13) することを減少させるなどの議論もある。しかし、この方法はとにかく長い  
 期間国債を保有した公衆が満期に他の金融資産にかえるのを防ぐにはか  
 なり有効な方法である。またこれは資本市場を迂回するので、国債発行と  
 14) 民間事業債発行との競合をある程度緩和することにもなる。ただかりに強  
 制保有、強制割当てであっても、わが国のように金融機関の1年の保有の  
 のち、買いオペの対象となるさいは上の効果を論じることが不可能であ  
 る。

さらに証券準備制度 securities reserve requirement あるいは特別準備  
 制度といわれる方法もある。これは金融機関に対して預金の一定割合、  
 または資産の一定割合で国債保有を義務づけ、必要に応じてこの比率を変  
 更する——景気上昇期には保有比率を引上げ、逼迫期にはこの比率を引下  
 げる——方法である。この制度のもとでは、金融機関は金融が逼迫期に余  
 分な国債のほかは売却できないし、当局による保有比率の引上げが行なわ  
 れれば、金融機関保有の国債は金融機関の手もとにロック・インする。国  
 債売却によってえた資金を貸出しにまわすことができない。つまり、国債  
 15) を人為的に市場から隔離しようとする1種の強制保有制度である。シュメ  
 ルダースも、「いわゆる国債市場の『分断』——商業銀行が強制国債の応募  
 のため、『第二線準備』として強制され、利子率も為替相場も固定され  
 16) る——が問題」となるが、この種の方法は将来の公募に不利を来し、公募  
 をうまくやるには高い利子率を払わねばならないとしている。

さらにW・L、スミスは上記の期限前借替え、購買力債券のほかに、長  
 期債の入札公募、頻繁な小規模発行、一層効果的な引受け（連邦準備銀行  
 に引受け業務を行わせる、すなわち財務省が発行する長期債の一部を買上  
 げ、これを一定期間に売却させる）、買戻し条項 call Feature、販売機  
 構の改善の7項目をあげ、国債管理に用いられる技術は、できる限り、い  
 かなる局面でも最少の費用で希望する証券を売却することが可能な技術で

なくてはならないことをのべている。

- 注 1) 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, 271頁参照。  
井田啓二「国債管理の展開とその理論—60年代のアメリカ経済のビルト・イン・インフレ抑制について—」, 『金融学会報告41』, 1975年11月, 東洋経済新報社刊, 123頁~126頁参照。
- 2) 井田啓二, 前出書, 127頁参照。  
これは「償還時にその公債の実質価値を発行時のそれに等しい状態で償還する契約をそなえた公債」であり, 物価上昇にスライドして公債の価値を維持するものである。  
山之内光躬, 日向寺純雄著「現代財政の基礎理論」, 1975年4月, 税務経理協会刊, 202頁。
- 3) James Tobin, “an essay on principles of debt management”, in Fiscal and Debt Management Policy, 1963, New Jersey, P. 212.
- 4) *ibid.*, Tobin, PP. 202~260, P. 212.
- 5) 館竜一郎「公債の経済学」, 『季刊現代経済』誌, 23, 1976年6月, 日本経済新聞社刊, 16頁。
- 6) John F. Due, “Government Finance” Third ed., 1963, Illinois, PP. 574~575.
- 7) Cf., John F. Due, “Government finance: Economics of the Public sector”. Fourth ed., Illinois, 1968, P. 303.  
この書は上掲書の第4版である。債券価格の下落に対する保証は, インフレの結果としてのその実質価値の低下に対して, 債券購入者を保護するものではなく, 激しいインフレを体験したのちには, 公衆は確定利付証券をもつことを逡巡することをのべている。PP. 302~3.
- 8) *ibid.*, Due, Third ed., P. 575.  
*ibid.*, Due, Fourth ed., P. 303.
- 9) Bernard P. Herber, “Modern Public Finance” 1967, Illinois, P. 463.  
同意のカナダの例は以下に見られる。  
H. H. Binhammer, “Money, Banking & the Canadian Finance System” 1968. Toronto, P. 274.
- 10) Cf., *ibid.* B. P. Harber, P. 464.  
同意のことは以下にも見られる。  
Warren L. Smith, “Debt Management in the United States”, J. Scherer & J. A. Papke ed., Public Finance and Fiscal policy, 1966, Boston, P. 433.

- 11) Joseph Scherer, "Advance Refunding: A Technique of Debt Management" J. Scherer & J. A. Papke ed., *ibid.*, P. 447.
- 12) *ibid.*, Joseph Scherer, PP. 435~448.  
 事前借替えは、アメリカ財務省の伝統的マーケティング手続きが、いろいろの問題から不適當となったさいに備えて、財務省を利する戦後のもっとも役立つ新発見のひとつ (P. 435) と書き出している。また、この新しい方法は、財務省がその国債管理政策を、多目的をもつ財政・金融政策と協調することをより容易にした (P. 435~436) とものべられている。
- 13) Carl A. Dutton and Merle T. Welshans, "Principle of Finance", 1764, Ohio, P. 563.
- 14) 山之内, 日向, 前掲書 202 頁参照。
- 15) 館竜一郎, 「国債管理政策と金融政策」, 館竜一郎, 小宮隆太郎, 鈴木淑夫編『国債管理と金融政策』, 1968年, 日本経済新聞社刊, 172頁参照。  
 Cf., *ibid.*, Tobin, PP. 180~188.
- 16) Günter Schmolders, "Finanzpolitik" 3 Auflage, 1970, Heidelberg, S. 413.  
 なおシュメルダースは同頁以下で国債の租税的優遇もひとつの手段として取扱っている。
- 17) W・L. スミス「アメリカにおける国債管理—『経済報告合同委員会』の Study Paper」, 『国債管理政策等に関する学説』, 1969年5月, 大蔵省理財局国債課刊, 327~332頁参照。

## 5. む す び

国債残高のもたらす金融市場へのインパクトは以上みてきたように、いくつかの論点で理論的には同一の方法が探究されながら、現実的日程にのぼるのは、まして全面的な適用はかなり先のことに思える。

わが国のばあい、国債依存度が着増する過程で、国債管理政策といえるほどの政策は戦後ほとんどみ当らない。というより、インフレ政策の継続によるいわばなし崩し的な国債残高の低位化を多少とも意図している、としかいえない現状である。たしかに不況脱出、景気刺激を、あるいは他の目標で財政支出依存型のインフレ政策を強行してゆくとすれば、そしてその率が高ければ高いほど、国債残高は相対的に稀薄化されるだろう。イン

フレ過程で国債の重圧から解消された西独やフランスの例もあるが、現在での国債依存度の開きは決定的であって日本では望むべくもない。かりにインフレによる依存度の低下がみられたとしても、その実質減価分を結局なんらかの形で課されることはあまりに明白である。こうした問題解消はここでの議論の対象にはならない。

ところで、政府当局はこのほど前述の中期国債発行を契機に、国債管理政策を抜本的に見直すことになった、と報道されている。これは国債の大量発行の結果として、国債の発行条件を流通市場の実勢に合わせてひんばんに改正する。金融逼迫期に、国債価格下落防止のための国債整理基金特別会計の余裕金による買い支え、日銀による積極的な市場介入、これとともに公社債市場の育成、金利決定の弾力化などがその具体的内容のようである。<sup>1)</sup> 例えばここにいわれる国債支持政策などはすでにみたが、現在のわが国ではなおこのタイプの国債管理政策が先行することは、今後の問題の深さを十分に語りうるものといえるであろう。同時に一面で国債価格政策の採用は国債発行のインフレ効果と関連して、<sup>2)</sup> 少なくとも市場育成や国債価格の弾力化に貢献せざるをえないかもしれない。

注 1) 日本経済新聞，昭和51年9月30日，1面記事より。

2) 館竜一郎，前出「公債の経済学」16頁参照。