

国債の大量発行と国債管理政策

Large Issue of Public Debt and Debt Management Policy

一 谷 藤 一 郎

1. 国債の大量発行と強制保有制度

戦後、わが国で国債が初めて発行されたのは昭和41年1月のことであって、39年以來の不況克服をめざしたものであった。爾來、規模の大きさに差はあるものの、年々連続的に発行され、特に50年度以降は石油危機後の財政悪化のために発行規模は急増し、50年度は5兆3,600億円（うち赤字国債2兆2,900億円）、51年度は7兆3,750億円（うち赤字国債3兆7,500億円）、52年度は8兆4,800億円（うち赤字国債4兆500億円）で、52年度末の国債発行残高は30兆円（うち赤字国債約10兆円）を超えると推測されている。

大蔵省の試算によると、(1)55年度に赤字国債の発行をやめて健全財政に戻し、(2)55年度以降の建設国債発行額を先の財政収支試算で設定した6兆7,800億円に抑え、(3)一般会計予算の規模は年率14%増で伸びるものと仮定して計算すると、¹⁾61年度の国債発行残高は87兆3,000億円に達し、国債費（償還・利払）は11兆3,300億円に達し、歳出予算（96兆5,700億円と想定）の11.7%を占めることになり、このような国債発行残高の累増が金融構造に大きな影響を与える恐れがあるとみられている。

ところで、これまで国債は資本市場の実勢を下回る条件（表面利率ならびに発行価格——応募者利回り）で発行され、都市銀行、地方銀行、生命保険会社、損害保険会社、証券会社などをメンバーとする国債引受シンジケート団に保有を強制する方法がとられ、52年4月現在では発行額の約85%が都市銀行、地方銀行などの金融機関によって引受けられている。このような発行方法は国債需要に強制要因を導入すること、言い換えれば、国債の大部分について凍結市場

を形成することにほかならない。

国債の強制保有制度は(1)低利で必要資金を調達しうるばかりでなく、(2)国債価格維持を容易にするほか、(3)強制保有制度の延長である強制借り換え制度は借り換え費用を低く抑えうる、などの利点をもっている。しかし、その反面、(1)国債発行が安易に流れ、ややもすれば過剰発行に陥りやすい危険があるばかりでなく、(2)財政資金が優先的に調達され、民間資金が押し除けられるため、民間資金コストが高まる恐れがあり、さらに(3)低利国債の強制保有は一種の課税であり、しかも恣意性が濃いとといった欠点をもっている。

元来、国債は国の信用に裏づけられた債券であり、さまざまな債券のうち流動性の最も高い債券であるはずであるが、わが国の国債はこれまで市場性が最も低く、流動化の困難な債券である。というのは、国債価格の維持のために国債の大部分を凍結市場に閉じ込め、流動化を政策的に阻止しているからである。アメリカ、イギリスにおいても、かつて低利の戦時国債の価格維持政策がとられたことがあった。アメリカでは1942年から1951年3月の連邦準備制度と財務省との間のアコードの成立するまでの間、イギリスでは1971年9月の新金融調節方式が実施されるまで、国債価格維持政策がとられた。しかし、アメリカ、イギリスの国債価格維持は国債の流動化という目的を達成するための手段であったのに反し、わが国の国債価格維持は国債の流動化阻止という手段によって達成することをめざす目的なのであって、わが国の国債維持政策はアメリカ、イギリスのそれとは全く性質を異にしているのである。

もっとも、強制保有制度のもとでも、国債引受シンジケート団のメンバーである証券会社に対しては個人向けの売却が許されているが、都市銀行、地方銀行などの金融機関に対しては、大蔵省は流通市場における国債の値崩れを防ぐため、行政指導によって自由売却を禁止してきた。その代わりに引受け後1年経過すると日本銀行は都市銀行、地方銀行などの金融機関（生命保険会社、損害保険会社を除く）の保有国債の大部分（80%程度）を買ひオペレーションによって吸収し、都市銀行などの経営上の負担を軽減することになっていたので、大して困難な問題は生じなかった。

しかし、50年度以降は石油ショック後の財政悪化による国債の連続的な大量

国債の大量発行と国債管理政策（一谷）

発行と経済の低成長のために情勢は一変した。“成長通貨の供給”を建前とする日本銀行は、50年度、51年度で10兆円を上回る都市銀行などの国債引受けに対して、僅か1兆5,000億円を買い上げたに止まり、都市銀行などの自由に売却できない保有国債は累増し、49年度末の約2兆円から51年度末には10兆円台にのぼり、いわゆる“底だまり”現象が発生した。52年度末にはさらに増えて15兆円を超えると見込まれている。

このように底だまりする都市銀行などの保有国債をすべて日本銀行が買い上げれば、都市銀行などの資金ポジションは改善されうるであろうが、しかし、そうしたことは財政インフレを必至にするので実行し難い。底だまりの累増が避けられなければ、都市銀行などは資金運用の弾力性を失うので、資金繰りの必要から国債以外の保有債券を流通市場で売却することを余儀なくされた。都市銀行の債券売却額は49年度の6,500億円から50年度は1兆9,000億円に激増、51年度も約2兆円に達している。債券の主たる買い手は景気の長期低迷、民間資金需要の低調のため貸出し難に陥り、余裕資金を豊富に抱えている信託銀行、長期信用銀行、生命保険会社、農林系金融機関などであって、このような資金偏在による債券売買の傾向は最近においても変わっていない。現に52年1—6月の公社債売買高は前年同期に比べ55%増加して約50兆円にのぼり、52年の年間売買高は100兆円に達すると予測されている。

このようにして債券流通市場は資金の不足部門と過剰部門との間を調整し、資金偏在を是正するという重要な役割を果たしているに加えて長期不況下、過剰設備を抱えている民間企業からの資金需要は低金利政策の推進にもかかわらず、依然低調が続けているため、現在までのところでは民間資金需要が財政資金によって締め出されるというような困難な問題は顕在化するに至っていない。しかし、今後さまざまな対策によって景気が回復するに伴って増加すべき民間資金需要は、優先的に調達される財政資金によって押し除けられ、民間資金の利子負担が高まる危険が全くないとはいえない。

註 1) 52年度の一般会計予算の前年度当初伸び率は17.4%であり、同補正後伸び率は15.7%であって、いずれも仮定の伸び率14%を上回っている。

2. 国債流動化を阻む強制借り換え制度

強制保有制度とともに国債流動化の大きな障害となっているのは、ほかならぬ強制借り換え制度、すなわち建設国債の再引受けを義務づけた制度である。建設国債と赤字国債²⁾は一般会計が発行するに反し、借り換え国債は国債整理基金特別会計が発行するのである。そして発行後10年たって無条件で償還されるのは、赤字国債と証券会社が引受けて、個人や機関投資家に転売した一部の建設国債に限られ、都市銀行など金融機関が引受けている大部分の建設国債は、満期になると強制借り換え制度によって償還が繰り延べられることになっている。

現行の制度のもとでは都市銀行や地方銀行などの金融機関が建設国債を保有した場合、償還期になると国債整理基金特別会計はその償還財源として新たに借り換え国債を発行（発行額は償還額の5/6）し、これをその都市銀行などの金融機関に強制的に引受けさせる仕組みになっている。したがってたまたま満期の国債を保有している都市銀行などは、それだけ多く引受けざるをえないことになる。都市銀行などが満期間近の国債の買入れを嫌うのは、こうした理由によるのである。借り換えは多い時には10年ごとに5回も繰り返されるため、金融界では建設国債は実質的には60年債であるといわれており、すでに公社債流通市場では満期に近い建設国債ほど買い手がつかないというような事態も生じている。さらに10年後に完全全額償還を約束している赤字国債とそうでない建設国債との間に、流通価格に格差が生じ、本来、公社債流通市場の秩序維持に貢献すべきはずの国債が逆に秩序を乱しているという非難さえある。

借り換え国債の発行額はここ数年間は1年当たり4,000億円ないし6,000億円程度である。しかし、大蔵省の試算によると、50年度以降に大量発行した国債が償還期に入る50年代の後半には年間1兆円を超え、60年ごろには3兆円ないし4兆円に達する借り換え国債を発行しなければならなくなり、都市銀行などの金融機関に借り換え国債を強制的に引受けさせる現在の制度は大きな壁に突き当たることになる。

このような困難を打開するための具体的な方法として、大蔵省では満期国債

の保有者と借り換え国債の引受け手とを切り離し、借り換え国債の引受けを目的とした「第2シンジケート団」を新たに編成する案を打ち出している。都市銀行などの金融機関に対して借り換えに応ずるよう強制する点では現行の制度と同じであるが、満期時の建設国債の保有者と無関係に、借り換え国債の引受け手を当初から決めておけば、都市銀行などの金融機関その他の投資家は安心して建設国債の売買ができる、と大蔵省ではみている。現在の国債引受シンジケート団は都市銀行、地方銀行、生命保険会社、損害保険会社のほか、個人への販売を担当する証券会社などで組織されているが、借り換え国債は個人消化を対象から除くことにしているので、「第2シンジケート団」の構成メンバーから証券会社は除外されることになりそうである。

さらに現在の国債引受シンジケート団では後に詳しく述べるように、都市銀行の引受けシェアが資金量シェアに比べ、かなり大きくなっているので、「第2シンジケート団」ではこのような不合理を是正し、借り換え国債の引受けシェアを資金量シェアに近づけるよう手直しすることを検討していると伝えられる。

しかし、こうしたいわば糊塗的な修正が加えられるにしても、強制借り換え制度が全面的に撤廃されない限り、真の意味での国債流動化は到底実現されえないであろう。

註 2) 赤字国債の発行については、財政法特例法が国会で議決されることを要する。昭和40年度の特例法を最初として、50、51、52年度と、特例法はいままで4回におよんでいる。その中で51年度は予算そのものの審議がロッキード事件のあおりで長引いたに加えて、野党各党が「赤字国債の発行は財政インフレを必至にする」とか「赤字国債の償還期限が明確でない」などの理由で強く反対したため、財政法特例法の成立が意外にひまどり、51年10月によりやく成立した。こうした特例法成立の遅延のため赤字国債の発行に支障を来たし、景気対策としての公共事業などの予算執行が遅れ、景気回復を妨げる一因となったことは記憶に新しい。52年度は与野党の話し合いで、所得税の追加減税を中心とする異例の予算修正が実現したことなどから、財政法特例法は予想外に早く52年5月25日に成立し52年度予算一般会計の歳入はすべて裏打ちされることになり、前年度のような失態を繰り返すことは避けられた。

3. 保有国債の累増と国債売却の解禁

52年の初め、かねてから資金ポジションと収益の悪化に悩んでいた地方銀行、相互銀行などから保有国債の自由売却を求める声が強まった。戦後初めて国債を発行した時以来、大蔵省は流通市場での国債の値崩れを防ぐため、事実上の行政指導で都市銀行、地方銀行などの金融機関の保有国債の自由売却を禁止してきた。しかし、自由売却を抑えたままでは大量消化を円滑に進めることに支障を来たすに加えて、最近の国債流通価格の上昇で、ある程度の売り物が出ても値崩れの恐れが少ないとの判断から、大蔵省は「国債の売却は銀行の自主的判断に任せる」という新しい方針を打ち出した。都市銀行などの金融機関の保有する国債の流動化がこのように急速に具体化したのは、52年4月19日の衆院大蔵委員会で大蔵省理財局長が保有国債の自由売却問題について、「金融機関が〔国債を〕売るか売らないかは、それぞれの資金ポジション、資産の内容に基づいて自主的に判断することだ」と語り、大蔵省として保有国債の自由売却を許容することを、公式の場で初めて明らかにしたのがきっかけになったのである。

こうした大蔵省の新方針に沿って52年4月末から5月初めにかけて、地方銀行2行（八十二銀行と七十七銀行）と相互銀行1行（幸福相互銀行）の計3行が、それぞれ20億円ずつの国債を売却した。売却されたのは10年で全額償還される赤字国債に限られ、公社債の店頭市場で処理された。しかし、取引の内容とくに国債価格については何故か公表されていない。このことに関連して、今後は少なくとも国債の店頭の売買取配ぐらひは公表すべきだという要望が出ているのは当然であり、公社債市場の整備発展を促進するためにも無視されてはならない。

地方銀行、相互銀行の国債売却に次いで6月、住友、協和、三菱、富士、三和の都市銀行5行が総額1,000億円余の国債売却を要求した。このうち80%近くは住友と協和の2行で占められているが、これは安宅産業の不良債権処理に伴う資金繰り対策の一環とみられている。³⁾ところが、資金繰りに大して支障を来たしておらず、むしろ資金がだぶつき気味で運用先に困っていた三菱、富

士、三和などの大手都市銀行があえて売却に踏み切ったのは、52年秋以降、景気が順調に回復して民間資金需要が活発になるような事態が生じた場合、「いつでも自由に保有国債を売却できるようにするための実績作りの意味が大きい」と伝えられている。⁹

ところが、このように有力都市銀行が一斉に国債売却に動くことの市場に与える心理的影響を配慮したためか、大蔵省は市場を通さず、51年度末現在で約1兆円の余裕資金を抱えている農林中央金庫に直接売り渡す方式をとるように指導した。売却総額のうち約40%は建設国債、残りは赤字国債であり、赤字国債は“売り切り”とするものの、建設国債については売却後2—3年のうちに買い戻すことを条件とするということで、農林中央金庫との交渉がまとまったと伝えられている。赤字国債は売り切り、建設国債は買い戻し条件付きとされたのは、前に述べたように赤字国債は10年で全額償還されるに反し、建設国債は借り換えが繰り返されて、事実上は60年債となる可能性があるからである。

さらに7月、三井銀行は約60億円の赤字国債を30億円ずつ2回に分けて市場で売却し、東海、太陽神戸の2行もそれぞれ30億円の国債を市場売却した。これらの売却先はいずれも大和証券で、同証券はこれらの国債をほとんど官公庁共済組合など余裕資金を抱える機関投資家に売却したとのこである。地方銀行や相互銀行はすでに市場で国債を売却しているが、都市銀行が市場売却したのはこれが初めてである。

大蔵省、日本銀行が都市銀行の国債市場売却も認めることにしたのは、公社債の流通市場が過熱気味であって、数十億円単位の売り物が数件出ても、国債の流通利回りが大幅に上昇する恐れがなく、過熱相場を鎮静化する一助になると判断したためとみられる。また6月における都市銀行5行から農林中央金庫への直接売りが「あまりに変則的であり、公社債の流通市場の発展のためにも好ましくない」との批判が高まったことを考慮した結果でもある。

もっとも、7月の都市銀行の国債売却は市場を通すとはいうものの、買い先があらかじめほぼ決まっておき、本来の自由な売却とは言い難い面をまだ残しているばかりでなく、売買量も銀行が資金ポジションをみながら自由に売れる形になっていないことは見落とされてならない。

このように地方銀行、相互銀行に次いで都市銀行が保有国債の自由売却を強く要求し、これに応じて大蔵省が大量消化を円滑に進めるために、そうした要求を許容せざるをえなくなったのは、根本的には金融機関の資金ポジションと収益の悪化に基づくのであるが、このような悪化をもたらした一因として、国債引受シェアと資金量シェアがかなりアンバランスになっていることをあげても誤りであるまい。いま41年度と51年度における金融機関の業態別の国債引受シェアと資金量シェアを対比して示せば図1のようである。

図1 業態別の市中国債引受シェアと金融機関の資金量シェア

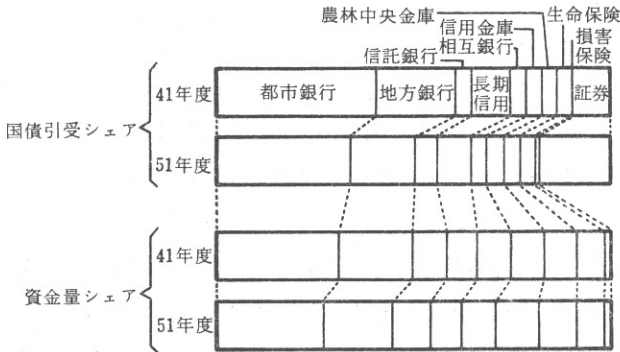


図1において注目されるのは、41年度と51年度の両年度において、都市銀行の国債引受シェアが資金量シェアに比してかなり高くなっていることである。そしてこのことは都市銀行の資金ポジションの悪化を意味するにほかならない。したがってすでに述べたように、大蔵省では新たに編成しようとする「第2シンジケート団」での都市銀行の借り換え国債の引受シェアを資金量シェアに近づけるように手直しすることを検討しているのである。

ところで、国債の流動化が単に保有国債の売買の自由化を意味するに過ぎないのであれば、それは国債を他の債券と同様に売却することを求めるにほかならない。こうした保有国債の自由売却の実現によって流動化へ一歩を踏み出したことは確かではあるが、しかし、ただそれだけでは公社債市場がいまなお未解決のままに抱えている重要な問題、すなわち公社債の発行市場と流通市場

とを有機的に関連づけるという問題の解決には全く役立たない。そうであるとするれば、国債の真の意味での流動化のためには、どのような条件が必要なのであろうか。

註 3) 都市銀行5行のうち国債売却額が特に大きい住友銀行については数回に分けて売却を実施することになりそうである。

4) 地方銀行、相互銀行、都市銀行などの保有国債売却の動きとは逆に、国債を市場から買入れる銀行が出てきたことははなはだ興味深い。伝えられるところによると、52年6月ごろ地方銀行である中国銀行が資金運用の一環として約10億円の国債を市場で買入れたということである。銀行が進んで国債の保有を増やすのはきわめて珍しいことであるが、余裕資金を国債に運用する銀行が今後も出てくる可能性があるという見方もある。いずれにしても国債の流動化が売りと買いの両面から進展しそうな形勢であることは注目に値する。

4. 国債流動化のための必要条件

国債の大量発行が今後もなお続くと予想される情勢のもとでは、強制保有制度や強制借り換え制度による流動化阻止政策をいつまでもとり続けることは不可能であり、国債流動化を早急に推進することなくして、大量消化の円滑化を期することは望みえない。

国債の真の流動化のために必要な条件はまず第1に、国債の強制保有制度ならびに強制借り換え制度を撤廃して任意保有制度とし、国債を凍結市場から完全に解放することである。

第2に、任意保有制度のもとで国債の発行条件とくに表面利率と発行価格、したがって応募者利回りをそのときどきの資本市場の実勢に応じて改訂し、市場機構を活用しながら円滑な消化を図るべきである。このために財政当局の利子負担が多少増加してもやむをえない。

ところが、52年5月の長期利率の全面的引下げに際し、国債の発行条件は資本市場の実勢を超えて引下げられた。すなわち表面利率は8.00%から7.40%に引下げられ、発行価格は98.75円から99.50円に上げられた。その結果、応募者利回りは8.227%から7.487%へと0.74%引下げられた。当時の資本市場の実勢からすれば、応募者利回りの下げ幅は0.60%程度が妥当な水準であり、少な

国債の大量発行と国債管理政策（一谷）

くとも0.1%だけ過大に引下げられ、国債の人気に冷水を浴びせる結果になった。このように国債の利回りの下げ幅が資本市場の実勢を上回って大幅になったのは、根本的には少しでも利子負担を軽減しようという財政当局の考えが働いたからであって、52年度だけでも約180億円の利子負担の軽減になるということである。

次いで7月には国債の表面利率は7.40%から7.20%に引下げられ、発行価格は4月と同じ水準に据え置かれたため、応募者利回りは7.487%から7.286%へと0.201%引下げられた。資本市場の実勢からすれば国債利回りの引下げの余地はなかったが、国債利回りが下がらないと国債と競合関係にある金融債や長期貸出標準利率（長期プライムレート）なども下がらず、長期利率の引下げはごく部分的なものに止まり、景気対策の効果はますます薄れてしまうことになりかねない。大蔵省内には景気対策の効果を大きくするとともに利子負担を軽減するため、国債利回りの引下げをもっと大幅にすべきであるという主張もかなり根強くあったが、結局、市場の実勢から余りかけ離れることを恐れて0.201%の小幅な引下げに止め、その代わりに長期利率の全面的引下げを実現させることになったということである。

さらに8月、国債の表面利率は7.20%から6.90%に引下げられ、発行価格は据え置かれたため応募者利回りは7.286%から6.984%へと0.302%引下げられた。5月以降、3回を通じての下げ幅は合計1.243%となった。このように52年に入って前後3回にわたる国債の利回りの引下げを通じて、財政当局が利子負担の軽減を、後に述べる国債管理政策の他の目標以上に重視しているかを察知することができる。

なお国債価格に関してその前提として考慮に入れられるべき資本市場における価格形成は、もちろん投機その他の恣意的操作によって歪められたものではなく、正常な需給関係によって決まるものであることを要する。

第3に、任意保有制度のもとで流通市場における国債の値崩れを防ぎながら、大量消化を円滑に進めるには“国債を魅力ある商品”にすることが必要である。そのためにはすぐ前に述べたように、国債の利回りを常に資本市場の実勢に相応する水準に近づけることを要するのはもちろんであるが、そのみに

止まらず、さらに消化階層の要求によりよく応じうよう、多様な国債を随時発行する用意を怠るべきでない。貯蓄国債、小額国債など個人にとって魅力的な形態の国債を発行することによって、個人消化の促進を図ることが望まれる。特に国債の個人保有がきわめて僅少なわが国においては、このことを強調することが必要である。

第4に、公社債市場とくに流通市場の整備発展を促進するとともに、その中で国債売買の占める比率を高め、国債が公社債流通市場において中枢的地位を確保し、市場の秩序維持に寄与しうようにすることが必要である。51年度の公社債売買高は71兆円を上回っているが、その中で国債売買の占める比率は僅か4.5%に過ぎない。52年1—6月の公社債売買高は前に述べたように約50兆円に達し、その中で国債売買高の占める比率は、前年同期の3.6%から7.5%へ上昇、さらに7月末には10%を超えるようになり、国債売買高シェアは漸増の傾向を示しているが、その主たる原因は都市銀行などの金融機関が国債売却禁止の解除に伴い、徐々に国債を放出し始めたことにある。しかし、現状では公社債の流通市場において国債売買の占める比率はまだ僅少であるに加えて、建設国債と赤字国債の流通価格に格差が生じるなど、公社債流通市場の秩序維持に貢献するどころか、むしろ逆に秩序を乱しているのである。⁹⁾こうした欠点は早急に改められるべきである。欧米諸国では国債は最も安全で最も流動性が高く、広く投資家によって好んで保有されており、したがって国債は常に公社債市場の中核に位置し、盛んに売買されて市場の秩序維持に大いに貢献しているのである。こうしたことは他山の石とするに足りるといわなければならぬ。

このようにして、国債の流動化によって国債価格が市場の実勢を的確に反映して弾力的に動くことは、欧米並みの国債管理政策を実行するためにも必要なことである。わが国では国債の流動化が阻止され、国債流通市場が未発達の状態にあるため、欧米並みの国債管理政策をいまずぐ実行に移すことは、もちろん不可能である。しかし、やがて日程にのぼるべき国債管理政策がどのような性質のものであり、どのような効果をめざすものであるかを解明することは有益であると考えられる。

註 5) 52年7月実施の国債買いオペに際し、買いオペの対象となるのは大部分が建設

国債の大量発行と国債管理政策（一谷）

国債であって、赤字国債はほぼゼロになると予想されている。金融機関保有の建設国債と赤字国債とは償還期に大差があるので、金融機関は同じ手放すのであれば、なるべく建設国債を放出して、赤字国債を“温存”しようとするからである。

なお、7月の国債買いオペに関して注目されるのは、足利銀行などの大手地方銀行と相互銀行を中心に10行近い銀行が買いオペを辞退したことである。こうしたことはこれまでなかったことであるが、これらの銀行は企業の資金需要が依然低迷しているに加えて、国債の市場価格が上昇しているので、国債を手放すよりも保有し続ける方が有利と判断したことによるのである。

5. 国債管理政策

国債管理政策（debt management policy）は民間保有の国債の満期別構成を変えることによって、総需要または総支出に影響を与えることをめざす操作であって、その実行には発達した国債流通市場と弾力的に動く利子率構造または金利体系が前提条件として必要である。国債管理政策はしたがって財政政策ならびに金融政策と緊密な関係をもっており、いわば二つの政策の接点に位置するものといえる。中央銀行は財政当局が発行を意図している国債がどのような種類のものであるかを知らずに、適切な金融政策を決定することはできず、また財政当局は中央銀行がどれだけ国債を貨幣化しようとするかを知らずに、国債の満期別構成を合理的に決定することはできない。しかし、国債の総額は国債管理政策に関する事柄ではなく、財政政策の範囲に属する事柄である。というのは、国債は赤字財政（歳出>歳入）に伴って増加し、黒字財政（歳出<歳入）に伴って減少するからである。

国債管理政策は具体的には、

- (1)赤字財政をまかなうために発行し、また既発国債の借り換えのために発行する国債の種類に関する財政当局の決定
 - (2)黒字財政をもって償還する国債の種類に関する財政当局の決定
 - (3)金融政策を効果的にするために公開市場で売買する国債の種類に関する中央銀行の決定
- から成る。

国債の大量発行と国債管理政策（一谷）

このような国債管理政策が新鋭の需要管理手段として注目され、これをめぐって活発な論議が行なわれるようになったのは、第2次大戦直後からのことである。特にアメリカ、イギリスでは戦費の調達その他のために国債残高が累増し、年々の国民総生産（GNP）に比べて過大となったばかりでなく、国債の満期別構成の短期化が顕著となり、過剰流動性が金融政策の奏効を阻む危険が大きくなったため、当局は国債管理政策に異常な関心をよせざるをえなくなった。

イギリスで1959年に発表された「ラドクリフ報告」(*Radcliffe Report*, 正式には *Committee on the Working of the Monetary System, Report*) は、「国債管理は金融政策の中できわめて重要であるばかりでなく、また財政政策としても重大な意義をもっている」と強調し、⁶⁾さらに進んで「金融政策と国債管理政策とは一体であって分割不可能なものであり、国債管理は金融政策の核心的地位を占めている」として、⁷⁾国債管理政策の機能・効果にきわめて大きな期待をかけている。またアメリカで1961年に公表された「貨幣・信用委員会報告」(*CMC Report*, 正式には *Commission on Money and Credit: Their Influence on Jobs, Prices and Growth, Report*) も、国債管理政策は金融政策とともに経済全体の流動性、利子率水準、利子率構造を変えることによって経済活動に影響を与えるものと確認している。⁸⁾

現在、先進諸国では満期を異にするさまざまな国債が存在し、長期債のほかに中期債、短期債が発行されており、それらの国債に対する投資家の魅力はかなり相違している。したがって国債の満期別構成を政策的に変えることによって経済全体の流動性、利子率水準、利子率構造に影響を与え、そうすることによって総需要または総支出を管理することができる。国債管理政策のめざす効果は、(1)流動性効果と(2)利子率効果に分けられる。

(1) 流動性効果

国債の満期別構成の長期化は経済全体の流動性を低め、経済の流動性低下は総需要または総支出に抑制的な効果をもたらす。これに反して国債の満期別構成の短期化は経済全体の流動性を高め、経済の流動性上昇は総需要または総支出に刺激的な効果を与える。なお国債の満期別構成の変化が保有者別の変化を

ひき起こし、保有者別構成の変化が攪乱作用をもたらすこともありうる。たとえば、満期別構成が短期化すると、商業銀行や民間企業に保有が集中しがちであるが、これらの保有者は金融が引き締め、資金繰りが悪化すると保有国債を売却し、金融引締め効果を減殺するばかりでなく、国債流通市場を激しく揺り動かすことにもなるのである。

(2) 利子率効果

長期債の発行、短期債の償還によって国債の満期別構成が長期化すると、長期利子率は上昇し、短期利子率は下落して利子率構造または金利体系は変化するが、長期利子率上昇の抑制効果が短期利子率下落の刺激効果よりも大である（長期利子率は短期利子率よりも総需要に及ぼす影響が大きいとみられている）ならば、総需要または総支出に抑制的な影響をもたらす。これに反して短期債の発行、長期債の償還によって国債の満期別構成が短期化すると、短期利子率は上昇し、長期利子率は下落して利子率構造または金利体系は変化するが、長期利子率下落の刺激効果が短期利子率上昇の抑制効果よりも大であるならば、総需要または総支出に刺激的な影響がもたらされる。⁹⁾

ところで、国債の満期別構成の限界的变化に基づく流動性効果と利子率効果を大であるとみるか、無視しうるほど小であるとみるか、あるいは金融市場に激しい衝撃を与えることを避けるために中立性の確保をめざすかによって、国債管理政策は以下のような三つのタイプに分けられる。

(1)は積極的な国債管理政策というべきものである。国債の満期別構成の限界的变化に基づく流動性効果と利子率効果のうち、特に流動性効果を重視して積極的に景気安定化をめざすものであって、景気対策的な国債管理政策ともいわれる。¹⁰⁾

(2)は消極的な国債管理政策である。流動性効果も利子率効果も無視しうるほど小であるとみなして、景気安定そのものよりも景気安定のための金融政策の有効性を確保することをめざすものであり、したがって景気順応的な国債管理政策とも称せられる。このような見解はW.L.スミス (W. L. Smith) によって主張されている。¹¹⁾

(3)は中立的な国債管理政策である。すなわち一定のパターンの安定的な国債の

国債の大量発行と国債管理政策（一谷）

満期別構成を維持して、国債管理が金融市場に与える衝撃を最小限に止めることをめざすものであって、国債管理は民間支出の望ましい水準（経済の安定と両立しうような水準）を最小費用で達成することをめざすべきであると主張するユニークな統合理論である。そのパイオニアはロルフ（E. R. Rolph）である。^{19）} ロルフの統合理論はその後、多くの論者によって一層の精密化が企てられているが、しかし、そうした努力にもかかわらず、いまなお未完成の域を脱しえない。^{20）}

このようにして、国債管理政策の主たる目標は(1)景気安定または景気安定のための金融政策の有効性確保であるが、しかし、そのほか(2)そうした目標達成のための費用とくに利子費用の最小化を図ること、ならびに(3)国債流通市場の秩序を維持することも目標のうちに加えられている。そしてこれら三つの目標は常に調和するとは限らず、互いに矛盾することもありうるのである。たとえば、積極的な国債管理政策にあっては、利子費用最小化という目標は景気安定のために、ある程度犠牲にせられざるをえないのである。

わが国ではすでに述べたように、国債の大部分がいまなお凍結市場に閉じ込められ、公社債流通市場に占める国債売買の比率は僅少で、国債流動化の理想からほど遠いのが現状である。したがって発達した国債流通市場と弾力的に動く利率構造または金利体系を前提として初めて実行可能な欧米並みの国債管理政策がわが国でいままで行なわれえなかったことはあえて怪しむに足らない。わが国において財政当局がこれまで一貫して追求してきたのは、利子負担の最小化または軽減という目標に過ぎないのである。

しかし、大量発行が今後も続くと思想される情勢のもとで、国債をいつまでも凍結市場に閉じ込めておくことは許されない。流動化を阻止している強制保有制度ならびに強制借り換え制度などの諸要因を逐次に取り除き、真の流動化に着実に前進することをめざして、欧米諸国並みの国債管理政策を、必要とあればいつでもできるように環境づくりを急ぐことが何よりも緊要と考えるのである。

註 6) Committee on the Working of the Monetary System, *Report*, 1959,

国債の大量発行と国債管理政策（一谷）

para. 535.

- 7) Committee on the Working of the Monetary System, *op. cit.*, para. 603.
- 8) Commission on Money and Credit: Their Influence on Jobs, Prices and Growth, *Report*, 1961, p. 94.
- 9) 一谷藤一郎『金融政策論』昭和49年、139—41ページ。
- 10) このような主張は、The Committee for Economic Development, *Managing the Federal Debt*, 1954 および *CMC Report*, pp. 103—105 に見出される。
- 11) W. L. Smith, *Debt Management in the United States*, Study Paper, No. 19 for Joint Economic Committee, 1960. pp. 1—137.
- 12) E. R. Rolph, “Principles for Debt Management,” *American Economic Review*, Vol. 47, June 1957, pp. 302—20; ditto, “Principles of Debt Management, Reply,” *American Economic Review*, Vol. 49, June 1959, pp. 404—405; ditto, “Debt-Management: Some Theoretical Aspects,” *Public Finance*, Vol. 16, 1961, pp. 105—20.
- 13) 一谷藤一郎、前掲書、150ページ。

追記

最近(52年10月)、大蔵省は国債の大量消化を促進するとともに、国債の“二重価格”(建設国債の流通価格が赤字国債のそれを下回るという意味での二重価格)を防止することをめざして、これまで強制保有制度とともに国債流動化を妨げてきた強制借り換え制度(建設国債の再引受を義務づけた制度)を廃止することに決め、国債引受シンジケート団などに通知した。大蔵省は10年物国債の最初の償還期が到来する57年初めまでに、強制方式でない新しい借り換え制度に改める方針であると伝えられている。これによって、今後、52年春以来始まった国債の流動化は一段と進むことになるであろうと期待される。しかし、国債の売却については、1行1回の売却を70億円に限るとともに、売り先の確認を必要とする条件がつけられており、国債を売りたいときに売れるという真の自由な市場が成立しているとはいえないのが現状である。