

# 金融研究会における「国債に関する諸問題の理論的検討」の討議結果

(特別研究室)

## 1. はじめに

現在、わが国では主要先進諸国に類例をみない大幅な財政赤字の下、財政再建が焦眉の問題となっている。このため、国債をめぐる諸問題を原点に立戻って基本的、理論的視点から検討し、今後の望ましい方向を展望することの重要性は改めて指摘するまでもないことであろう。

金融研究会は、<sup>(注1)</sup>こうした観点から国債に関する各種の問題について、①国債発行と国債残高累増のマネーサプライ調整へのインパクト、②国債管理政策、③国債発行の実体経済へのインパクト、の3つの問題を中心に、8回にわたって<sup>(注2)</sup>検討してきた。

ここでは、これらの問題について、当研究会においてこれまでどのような討議がなされ議論がいかなる方向にあったか、また

どのようなことがらが参加者の共通認識となり、どの点で意見が分れていたかについて簡単にとりまとめ、今後の本問題検討の参考に供することとした。

国債問題に関する金融研究会の討議結果を本金融研究資料で公表することについて御快諾下さった諸先生方の御厚意に感謝する。

## 2. 国債発行と国債残高累増のマネーサプライ調整へのインパクト

(1) 国債発行方式とマネーサプライ  
どのような国債発行方式をとるかによってマネーサプライに対する影響に違いが生じることが確認された。

(日銀引受の場合)

日銀引受の場合、発行から財政支出ま

(注1) 金融研究会は、金融全般にわたる諸問題に関して学界との共同研究、討議の場を設け、問題の理論的解明と相互理解を深めることを目的に、日本銀行特別研究室を事務局として設置されている。国債問題の討議に継続的に参加した学者は次のとおり(五十音順)。

東京大学教授 貝塚 啓明、中央大学教授 川口 弘、東京大学教授 館 龍一郎

慶應大学教授 辻村江太郎、東京大学助教授 浜田 宏一、一橋大学教授 藤野正三郎

早稲田大学教授 堀家文吉郎、神戸大学名誉教授 矢尾 次郎、大阪大学助教授 蟻山昌一  
このほか米国における国債管理政策については伊東政吉一橋大学教授の特別参加を求め、詳細な報告を受けた。

(注2) 国債問題についての金融研究会討議は次の通り。

53/5 国債発行と金融政策	53/12 国債を巡る理論的分析の視点
54/2 財政政策の効果と限界	54/5 国債管理政策
54/9 米国における国債管理政策論争の回顧	54/11 国債残高累増下における金融政策
55/2 国債問題討議の総括(その1)	55/7 国債問題討議の総括(その2)

でのタイム・ラグを無視すると、市中銀行段階では現金準備と預金が同額増加して過剰準備状態に陥り、日銀が過剰準備吸収の努力を行っても、現実には貸出増大→マネーサプライ増大の可能性がどうしても大きくなる。したがって、インフレ防止の観点からは日銀引受方式は望ましくなく、市中消化を原則とすべしということが明確に認識された。

#### (市中消化の場合)

市中消化の場合、個人消化はマネーサプライに変化をもたらさない。一方銀行消化では、市中銀行の段階で国債保有と預金が同額増加するが、現金準備が増加しないので過小準備の状態となり、本来ならば銀行は信用供与を削減しなければならないことになる。しかし、日本の市中銀行はクレジット・ベースの観念が薄く、また金利機能も十分働いていないので、市中銀行が信用供与を削減するという自律的調整力は弱く、日銀借入への追加需要をひきおこしやすい。これに対し、日銀がその時点でハイパワード・マネーの供給を拒否すること（短期的なハイパワード・マネーのコントロール）には限度があり、この結果マネーサプライの増加につながり易いことが認識された。

マネーサプライ增加に影響を及ぼすものとしては、市中銀行の信用拡張の姿勢、自由準備の有無、国債が第2線準備として認められているか否か等の点も指摘されたが、根本的には中央銀行の与信態度如何が決め手になるということが確認さ

れた。たとえば、個人・企業の消化の場合でも、発行時点ではマネーサプライは増加しないが、国債のかたちで民間流動性が増加する。これが民間金融機関に売却されマネーサプライ增加につながるかどうかは中央銀行の与信態度如何にかかっているのである。

#### (2) 国債保有累増と銀行行動

##### ① ロック・イン効果

ロック・イン効果とは、民間資金需要が増加し国債価格も低下してきた場合に、銀行が国債を保有し続けるときの期待収益と、国債を売却して貸出を行うときの期待収益（国債売却のキャピタル・ロスを含む）とを比較し、前者が後者より大きいと判断、国債売却による貸出増を回避する効果をいうものである。

##### (ロック・イン効果発動の条件)

ロック・イン効果が機能するためには次の2つの条件<sup>(注3)</sup>が必要であるということが共通に認識された。

(i) 貸出金利の弾力性が低いこと（国債利回りの上昇とともに貸出金利も上昇し、国債保有の簿価を基準とした期待収益率よりも貸出の期待収益率の方が大きくなる場合には、ロック・イン効果は働かない）。

(ii) 国債価格の一層の下落が予想されないこと（予想されると、現在売却し将来買戻すことによって収益を得ることができる）。

わが国におけるロック・イン効果の強

(注3) このほか、会計処理原則が原価法となっており、かつ銀行が期間収益の確保を重視している場合には、銀行保有国債の期間構成が長期債中心であることもロック・イン効果発動の条件となる（短期債中心であれば、国債保有の予想収益の変動がもたらすキャピタル・ロスの額自体はさほど大きないのでロック・イン効果は働かない）。

弱両方の見方に関する根拠としては次のような事情が指摘されたものの、全体としてその効果は弱いという意見が大勢であった。

(i) ロック・イン効果あり、ないし強いとの見方の根拠

- ・わが国では、金利機能は不完全で信用割当が行われる傾向があるので、国債利回りの上昇が直ちに貸出金利上昇に結びつかないこと。
- ・従来、ロック・イン効果は、銀行が原価法により国債を評価しており、売却損の計上を嫌うため国債を売り済るという点に絡んで説明されることが多く、低価法をとっている場合にはロック・イン効果は疑問視されてきた。しかし、低価法をとっている場合でも、国債を売却せずに評価損を計上することは税金を節約し、含み益を残す効果があるので、一種のロック・イン効果を考えることができること。

(ii) ロック・イン効果は弱いとの見方の根拠

- ・銀行貸出の予想収益率は高く、かつ、貸出金利の弾力性は次第に増大していること。

- ・現に、近年都銀は大量の国債売却を実施、貸出原資に充当していること。
- ・なお米国においても、実証研究の進展とともにロック・イン効果はそう大きなものではないとみられていること。

(2) 銀行の資産選択と貸出乗数の変化

これは、国債の大量発行下、銀行や民間の保有国債残高が累増し、あるいは民間資金需要増に対して銀行が手持保有国債の売却により貸出を増加させてゆく過程で、銀行や民間の資産選択の行動パターンが変化し、貸出乗数あるいは信用乗数<sup>(注4)</sup>が変化する可能性があるのではないかという問題である。

本問題は、銀行の保有国債売却により民間の国債保有が増えると、民間の現金・預金比率が上昇し、この結果貸出乗数、信用乗数が低下する可能性がある、というかたちでとりあげられたが、これら乗数あるいはそれを規定するパラメーターが実際にどう動く可能性があるかを実証的に把握しておくことは、政策運営という見地からも必要なことであろう。

(3) 国債価格安定とマネーサプライ・コントロールとのトレード・オフ

(注4)

$$\text{貸出乗数} = \frac{1 - r - b}{m + r} \quad (\text{現金供給増が民間部門に与えられるケース}) \quad \text{または} \quad \frac{1 + m - b}{m + r} \quad (\text{現金供給増が銀行部門に与えられるケース})$$

$$\text{信用乗数 (貨幣供給乗数)} = \frac{1 + m}{m + r}$$

$m$  : 民間部門の限界現金・預金比率、  $b$  : 銀行の限界国債・預金比率  
 $r$  : 銀行の限界準備・預金比率

(マネーサプライ・コントロールを優先すべき)

ロック・イン効果というかたちでの国債価格の自律的安定作用が期待できないという状況の下では、金融引締め期や民間資金需要が台頭してきた段階でマネーサプライのコントロールと国債価格支持とがトレード・オフの関係に立つことが生じよう。この場合には、マネーサプライのコントロールをあくまでも優先すべきであって、国債価格は市場の実勢に委ねるべきであるということが共通の見解として強く認識された。

#### (トレード・オフの緩和策)

他方、トレード・オフ自体を緩和する方策はないかという視点から以下3つの論点も検討された。すなわち、

第1はオペレーション・ツイストにより、たとえば短期金利は高目にする一方、長期金利は低目に抑えるという可能性である。これについては大勢としては、「長期金利=期間中の予想短期金利の平均+リスク・プレミアム」という関係から短期金利の変化はいずれ長期金利に波及する筈であり、短期的にはともかく長期的には効果がないという見解であった。<sup>(注5)</sup>

しかし、一方でわが国については、国債の満期構成と金利の期間構造の関係についての実証分析が著しく不十分であり、この面での研究が是非必要であるとの指摘があった。

第2は市場で価格を支持する必要がない非市場性国債（例、貯蓄国債）の発行

である。この問題については、確かに価格支持の問題は回避されうるが、反面、非市場性国債といえども民間経済主体にこれを自発的に保有させるためには国家機関による流動化の保証（「満期前価格保証付買取制度」等がその一例）が必要であり、この点とマネーサプライのコントロールとの競合は避けられないとの指摘があった。

第3は国債準備制度を導入することであり、その可否も検討されたが、この点については3.(3)で後述するように、否定的見解が多数であった。

### 3. 国債管理政策

#### (1) 国債管理政策の目標

国債管理政策の現実的な目標としては、従来(i)国債発行コストの最小化、(ii)経済の安定化の2つが考えられてきた。しかし、1953年以降現在までの米国国債管理政策の経験を振り返ってみると、経済安定化の目標達成は財政・金融政策によるべきであって、国債管理政策を経済安定化に役立てようとはむしろ意識的に排除すべきであるという方針に変ってきたというのが実情であり、幾多の経験を通じて国債管理政策の大原則は「金融政策の邪魔をしないことである」という考え方方が次第に浸透してきている。

日本についても、国債発行コストの最小化、経済の安定化といった目標は金融政策の邪魔をしない範囲で考えるべきものであり、このためにはまず国債管理が

(注5) モジリアニ=サッチによれば、金融市場の発達した米国では利子率の期間構造が期待理論できまり、市場のセグメンテーションにも限度があると考えられているため、オペレーション・ツイストの有効性には限界がある。

市場原理に従って行われるべきであるという意見が大勢を占めた。

## (2) 国債管理論の2側面

国債管理論には「構造的管理論」と「数量的管理論」の2つがある。

### (構造的管理論)

構造的管理論は国債管理に関する制度のあり方を論ずるものである。国債管理に関する制度は大別して「市場隔離型」（国債を金融市场から隔離し、特別扱いする）と「市場順応型」（国債を金融市场の動向に即して管理する）に分けることができる。わが国については従来の制度に行き詰まりが生じている現状に加え、国債管理の市場順応型への変換を梃子として金融の仕組みを変革するといった観点からも今後市場隔離型からの脱皮が必要というのが大勢意見であった。

なお、市場隔離型との関連では国債準備制度導入の可否が問題となつたが、これについては次の節で述べる。

### (数量的管理論)

他方、数量的管理論は、マネーサプライ一定の下でも国債の満期構成を変化させ、長短金利の関係に影響を与えることができる（いわゆるオペレーション・ツイストが有効）ということを前提として、①国債の発行費用を最小化し、②有効需要の望ましい構成を実現するよう国債管理政策を展開すべきであるという議論である。この議論については前述のようにオペレーション・ツイストは短期的にはともかく長期的には効果がないとの意見が大勢であった。反面、現在のわが国の不完全な発行市場下においては、ともかくいろいろな種類、流動性をもった国債に多様化して、円滑な発行を図ることが

望ましいとの意見があつた。

## (3) 国債準備制度の可否

国債準備制度は、国債価格の大幅下落の予防—公的信用の維持と国債負担の軽減等を目的として、国債の流動性を制限（市場から人為的に隔離）するというものである。

### (国債準備制度導入に批判的=多数意見)

多数意見は以下の論拠から本制度の導入に関して極めて批判的であった。

- (i) 国債の金利負担は軽減するが、これは金融機関に対する実質的課税であり、また国債発行が容易化し、財政運営が安易化する危険がある。
- (ii) 国債の強制保有に伴い金融機関の民間債保有が制限されるため、民間債のコストが上昇する。この結果クラウディング・アウトも激化する。
- (iii) 国債の強制保有は自由なマーケット・メカニズムに人為的な干渉を加えることになり、金利自由化の大方針に反し、またプライス・メカニズムによる資金配分を阻害する。

### (国債準備制度導入の可否を検討すべし=少数意見)

他方、少数意見の主張は、この制度の導入に全面的に賛成するというものではないが、導入の可否を検討する必要はあるというもので、その論拠として以下があげられた。

- (i) 自由なマーケット・メカニズムへの干渉というが、準備預金制度を認めながら国債準備制度を否定することをどう考えるべきか。また、そもそもプライス・メカニズムは必ずしも社会厚生的に最適な資金配分を保証するものではない。

(ii) 現在の如く国債残高累積下では国債価格の大幅変動を放置することは出来ず、さらにマネーサプライ・コントロールの優位性から価格支持政策もとれないとすれば、マーケットから国債を排除する手段としての国債準備制度の導入は検討されて然るべきである。

#### 4. 国債発行の実体経済へのインパクト

##### (1) ケインズ的財政政策への批判—財政節度準則—

民主主義体制下にあっては、ケインズ的財政政策は拡張的なバイアスをもたらし易いという欠点をもつというのがここでの観点である。かかるケインズ的財政政策のもつ問題点に関し、何らかの財政節度準則の必要性が主張され、その必要性については意見の一致をみた。

財政節度は、通常①財政運営の金融的健全性（赤字の大きさが尺度）、②財政支出の膨脹を防ぐルールの存在、③資源の最適配分という観点および有効需要管理という観点からみた財政の適切性、の意味で使われている。

このうち①の財政運営の金融的健全性は、いわゆる均衡予算主義のこと、古典的財政節度ともいえる。その極端なケースはブキヤナン=ワーグナーが提唱するような単年度均衡予算主義である。これらは必ずしも②や③の条件を満たさないという面があるが、現実の政治経済の世界において公債発行は財政支出を安易に拡大させる傾向があるので、この意味からも単純明快な均衡財政原則が依然としてその意義を失っていないとの指摘が多くあった。

一方、③は経済学的発想の色彩が比較

的濃厚な財政節度準則といえよう。資源の最適配分の観点からみた財政規模の適切性としては、①納税者の納税負担と財政支出に伴う便益が見合っているか、②財政規模の拡大が民間経済の excess burden になっていないか、という2つの基準が考えられる。また、有効需要管理の観点からみた財政運営の適切性は、経済政策の目標（GNP、物価）達成に必要な財政規模・赤字という基準が考えられる。しかし、これらの基準に則って適正な財政規模・赤字を具体的にどのように推計するかということになると、実証分析の現状からみて困難な点が多い。

このように何をもって財政節度と考えるかについて各種の考え方が示されたものの、「財政危機」とは何か、財政赤字の限界を何で測るか、適正な財政規模とは何かあるいはこれをいかに推計するか、等について明確な結論を得るまでには至らなかった。しかし、いずれにしても財政節度の維持のためには、市場情勢に対応した弾力的な財政運営が是非とも必要であるとの意見が大勢であった。

##### (2) 財政政策による需要誘発効果

財政支出がかつてのケインジアンが期待したような需要誘発効果をもつか否かについては、マネタリズム、合理的期待仮説等の立場から批判がなされ、重要な論争点の一つとなっている。当研究会における討議では、財政支出の乗数効果には以下のような問題点があることを留意する必要があるものの、財政支出の需要誘発効果なしとの見解には与しない、というのが共通の認識であった。

##### ① 財政支出の効果は金融政策如何によって大きく変化し、短期的にはともか

く、長期的にはマネーサプライ増を伴わない限り財政支出増大はGNPに対して大きな効果をもたないこと、すなわち、マネーサプライ一定としたとき、金利のコスト効果によるクラウディング・アウト（国債発行による財政支出拡大→乗数効果による総支出増加→通貨需要増加→金利の上昇→金利のコスト効果から投資に対して抑制効果）が発生する。

なお、わが国では、金利の伸縮性が乏しいため、信用割当を通ずるクラウディング・アウトも重視すべきであるとの意見もあった。すなわち、金利規制が行われ、したがって、信用割当がなされている場合、国債発行により民間資金が吸収されると、金利のメカニズムを通じてではなく、信用割当を通じて民間の資金需要が排除され、民間投資が抑制されることとなる。

② 政府支出が行われたため、民間経済主体が自己の支出の必要がなくなった感じ、その支出を削減する可能性なしとしないこと。

なお、この種の可能性が著しく高いとするのが、ultrarationality 仮説であるが、現実にはこうした可能性はさほど大きくなない筈、というのが当研究会でのほぼ共通の見方であった。

③ 財政支出の増加がインフレ・マインドを刺激し物価上昇を惹起すると、その結果需要が減退し、財政支出による需要誘発効果が減殺される可能性があること（いわゆる「インフレの成長抑圧効果」）。

④ 赤字財政が民間経済主体の confidence に悪影響を及ぼし、次のような

効果を生む可能性があること。

- (i) 流動性選好が高まる結果、通貨需要増→金利上昇というクラウディング・アウトが強まる。
  - (ii) 先行き不確実性が増大、資本の限界効率が低下し、企業投資が抑制される。
- ⑤ なお、民間経済主体が国債発行時点で元利償還に将来必要な租税負担増を予想し、これを織込んで行動するということになると、財政支出の効果は著しく減退する可能性ありとの考えがある。

経済主体の期待形成がこのように合理的に行われるということについては長期的にはともかく、短期的には考えられないというのが当研究会の大勢であった。

以上  
(55年8月)