

# 欧米主要国の国債事情

## 〔要 旨〕

国債発行に関する法的規制は西ドイツを除いて比較的ゆるやかであるが、中央銀行の直接引受けは法的に禁止ないしきびしく規制されており、いずれの国でも市中公募の原則が確立されている。これは、金融政策機能を保持するための当然の帰結であると共に、国債発行の最大の歯止めともなっている。発行条件は発行時点における市場実勢のいかに全面的に依存し、したがって金利も市場条件に応じて弾力的に変動している。国債発行に際し、政府と中央銀行は発行時期や発行条件などについて緊密に協議する体制が確立しているという点も重要である。なおフランス、イタリアの国債強制保有制度は、金融正常化の進展と共に今日ではほとんどその意義を失った。

近年米国はじめ主要国は国債発行を含む財政政策を景気調節目的のためにより弾力的に運用するよう努めているが、他方国債発行高の増大と共に国債発行ならびに国債管理政策と金融政策との協調関係が次第に重要性を増すに至った。

ただ、こうした動きを通じて注目すべきは、国債発行を積極財政の手段として利用しつつも同時に財政健全化への努力を重ねてきた米国の事例である。一方西ドイツなどでは、財政規模の膨張が金融・資本市場に大きな混乱をもたらしている。このことは、積極財政も結局は健全財政の基盤に立って初めて所期の効果を収めうることを示唆するものである。

## 〔目 次〕

- |                |                |
|----------------|----------------|
| は し が き        | (対政府貸付の制度と現状)  |
| 1. 国債発行の現状     | (発行条件と金利体系)    |
| (国債発行高の推移)     | (国債の発行方法)      |
| (中長期国債の発行状況)   | (国債強制保有制度)     |
| 2. 国債発行の目的と諸規制 | 4. 国債発行と金融政策   |
| (国債発行の目的)      | (国債政策と金融政策)    |
| (国債発行上の諸規制)    | (国債管理と金融政策の協調) |
| 3. 国債の発行・消化方法  | 5. む す び       |
| (市中公募の原則)      |                |

## は し が き

周知のとおり、わが国では本年度の財源補てん策として、明春長期国債が発行される見通しとなり、当面発行条件や発行・消化の具体策をどう決めるかに問題の焦点が絞られてきた。また明年

度以降も減税および社会資本拡充等のため国債政策を本格的に利用すべく検討が進められている。

今後国債発行が本格化すれば、財政政策上国債管理の比重が高まると同時に、財政政策と金融政策との関連は一段と緊密さを加えよう。この意味

で国債政策が本来どうあるべきかは、たんに財政政策の面からだけでなく、金融政策運営上も重大な関心事である。

本稿は、そうした観点から、戦後、国債発行について豊富な先例をもつ欧米諸国の国債事情を米、英、西ドイツ、フランス、イタリアの主要5か国を中心に概観しようとするものである。いうまでもなく、これら主要国の金融・財政制度にはそれぞれかなりの相違があり、米、英両国と西欧大陸諸国とでは金融政策に占める国債の地位にも大きな開きがある。これら諸国の国債発行制度や、国債管理政策と金融政策との関連を網羅的に解説することは限られた小論のよくするところではない。むしろここでは、わが国で現在問題とされている諸点に焦点をおきながら、長期債を中心に国債発行に関する諸規制ないし制度

についてその運用面の実情と背景を探り、国債を介して財政政策と金融政策との協調関係が具体的にどのように進められているか、といった点を検討の主眼点としてみたい。

## 1. 国債発行の現状

最初に主要国における国債発行の推移と現状について概観しておこう。

### (国債発行高の推移)

いうまでもなく、第2次大戦中には各国とも戦費調達のため国債発行高が著増した。このた

(第1表)

主要国の国債発行残高推移

(カッコ内はGNP対比・%)

		1950年末	1955年末	1960年末	1964年末	同左の 構成比%
米国 (億ドル)	計(特別発行債等を含む)	2,567 ( 90.1)	2,808 ( 70.6)	2,904 ( 57.6)	3,187 ( 50.7)	100.0
	市場債					
	短期債	190	380	578	565	17.7
	中・長期債	1,335	1,252	1,311	1,560	48.9
英国 (百万ポンド)	計(納税準備証券等を含む)	23,730 ( 203.9)	24,864 ( 147.6)	26,273 ( 115.4)	64/3 28,391 末 ( 105.1)	100.0
	市場債					
	短期債	5,010	4,788	4,648	4,418	15.6
	中・長期債	12,696	14,992	15,889	18,162	64.0
西ドイツ (百万マルク)	計	2,339 ( 4.2)	4,662 ( 3.9)	9,846 ( 3.0)	21,286 ( 5.2)	100.0
	短期債	1,702	1,724	2,388	2,270	10.7
	中・長期債	637	2,938	7,458	19,016	89.3
フランス (百万フラン)	計	..... ( .....)	35,407 ( 31.3)	51,655 ( 22.8)	64/10 61,394 末 ( .....)	100.0
	短期債	.....	17,950	27,145	37,487	61.1
	中・長期債	.....	17,457	24,510	23,907	38.9
イタリア (十億リラ)	計	1,488 ( 17.0)	2,770 ( 20.1)	3,965 ( 20.0)	4,196 ( 14.2)	100.0
	短期債	847	1,159	1,769	2,051	48.9
	中・長期債	641	1,611	2,196	2,145	51.1
日本 (億円)	計	3,589 ( 9.1)	8,809 ( 10.8)	11,264 ( 7.7)	65/3 10,887 末 ( 4.2)	100.0
	短期債	1,181	4,551	6,796	6,555	60.2
	中・長期債	2,408	4,258	4,468	4,332	39.8

(注) (1)米国以外は外債を除く。

(2)英国と日本の発行残高は翌年3月末の計数を取り、GNPは英国は当該年の計数を、日本は当該年度の計数をとった。

め、戦後になっても米、英両国ではかなりの額の国債発行高が残存していたが、日本や西ドイツなどではインフレの高進によって国債の実質残高は急テンポで減少した(西ドイツでは1948年の通貨改革によって旧政府債務が清算された)。その後現在までの推移をみると第1表のとおり、各国ともほぼ一様に国債残高の漸増傾向がみられる。

もっとも、これら諸国における国債残高をその経済規模(GNP)に対する割合でみると、西ドイツを除いて一様に低下傾向がみられ、ことに米、英両国の低下が目立っている。ただ国債残高の対GNP比率の水準を国別に比較すれば、米、英両

国の場合、現在なおかなりの高水準(最近時、米国50.7%、英国105.1%)を示すのに対し、フランス、イタリアは2割前後、日本や西ドイツはこれをさらに下回る程度(それぞれ4.2%、5.2%)にとどまっている。

### (中長期国債の発行状況)

ここで注意を要するのは、国債のうち中長期債の発行状況が国によってかなり相違している点である。すなわち、英国の国債残高の増勢は主として中長期債の増加に起因しているが、米国では中長期債は主として1930年代の不況や第2次大戦中に累積した既発債の借換えのために発行されたにとどまり、財政規模の拡大に伴う赤字補てんはその大部分が短期債(主として財務省証券)でまかなわれてきた。他方西ドイツでは、通貨改革以後の数期間は財政赤字が続いたが、その補てんはほとんど短期の大蔵省証券で行なわれ、戦後、中長期債が財政赤字の補てん手段として登場したのは1959年以降であり、その発行が本格化したのは62年以降と比較的最近になってからである。フランスでも1958年のリュエフ改革<sup>(注)</sup>以降、財政収支の不足分は原則として大蔵省証券の発行でまかなわれたため、長期国債は1958～62年には全く発行されず、残高は58年末をピークに漸減、その後63年以降徐々に発行されるようになったにすぎない。イタリアの場合は、1950～57年にかけて長期債の発行が増大したが、その後は財政収支自体が好転したこともあって発行高が減少し、近年では新規国債発行額に占める中長期債の比重は大幅に低下している。

こうした事情から、国債発行高に占める中長期債と短期債の比重は国によってかなり大きな変化を示した。1950年以降でみると、英国、西ドイ

ツ、イタリアにおいて中長期債の比重が比較的大幅に増大し、逆に米国やフランスでは短期債の比重が目立って増大しているのがそれである。もっとも国債残高に占める割合でみると、英国、西ドイツのほか米国でもなお中長期債が短期債を上回っており、フランスと日本では逆に短期債が中長期債を上回るという対照的な形になっている。

## 2. 国債発行の目的と諸規制

### (国債発行の目的)

欧米主要国のうち、西ドイツでは国債発行を「原則として事業目的の支出」にかぎる旨法律上明示されているが、その他諸国では発行目的についての規制はとくにみられない。しかも事実上、国債は戦後、国によりかなり多目的に用いられるようになった。

米国の場合をみると、戦後においても、たとえば1950年代の朝鮮動乱や最近のベトナム紛争に伴う軍事支出の増大によって国債発行高が増大したことは否定できないが、他方いっそう重要なことは、60年代にはいってから、ケネディ政権の発足以降積極的な赤字財政や減税政策が打ち出され、これが国債残高をいっそう増加させてきた主要因となっていることである。今回の長期にわたる景気上昇局面の持続も、国債発行にささえられた減税政策などの積極的な財政政策の演じた役割が大きいのである。

一方英国はやや趣を異にし、戦後の国債発行は財政赤字の補てん策というより、むしろ経常支出以外の、主として資本投資のための資金調達手段として活用されてきた。ことに1956年には財政法の改正により国有産業の債券発行が停止されたため、それ以降国有産業への政府の長期資金貸出の

(注) 1958年12月、リュエフ大蔵財務総監督官(当時)を委員長とするリュエフ委員会が、政府の委嘱により一連のフランス経済再建案を勧告したもの。その内容は、通貨改革(フラン切下げ、デノミネーション)、中期信用制度の改正、貿易・為替の自由化など多岐にわたるが、財政制度については、予算の経常収支を均衡させるとともに、資本収支の赤字を短期証券でまかなうことを提唱した。

必要性が増大した。このほか地方公共団体に対する貸付等の必要もあって、こうした資金を長期債の発行でまかなうという形が一般的となった。

フランスの場合には他の主要国とかなり異なった特色がみられる。フランスは1963年以降長期国債の発行を再開したが、財政収支の赤字に伴いすでに増大していた短期債務(大蔵省証券)を非流動化するための借換え手段として、ないしは民間の遊資を吸収し、これを政府のイニシアティブの下で国有産業や主要民間企業に投資資金として貸付ける手段として活用しているのがそれである。本年10月中旬に発行された10億フランの新長期国債も、投資振興の呼び水としての目的をもったものである。

#### (国債発行上の諸規制)

ところで国債発行に関し、発行限度額その他についてどのような規制措置がとられているだろうか。この点はいわゆる国債発行の「歯止め」の機能と関連して重要である。

国債の発行限度については、別表の1.に示すとおり、欧米主要国中、法律の規定により限度額を設定している国は米国だけである。米国では憲法第1条第8節の規定に基づき1917年に制定された「第2自由公債法」が具体的な発行限度を規制している(1965年6月以降3,280億ドル)。「第2自由公債法」が制定される以前は、国債発行の都度立法措置が講じられていたが、第1次大戦の勃発と共に国債発行高が増大したため、中長期債、短期債別に発行残高を規制する方式に改められ、その後1941年以降、全国債の発行残高の総枠を規制する方式に改められたものである。したがって発行規制は1917年以降徐々にゆるめられてきたといえるが、いずれにせよこのような発行限度が存在したために財政上の責任観念が高まり、これが

財政支出の膨張を抑える効果をもったことは否定できない。

このように、発行限度の存在は今日でもそれなりの意義をもっているが、問題はそれだけでは十分な歯止め効果を期待し難いという点にある。事実米国ではこの限度規制を回避するために政府機関(商品金融公社等)を通じ国債金利を上回る高金利で債券発行が行なわれるなど財政慣行の歪みをもたらし、また政府支払の遅延を余儀なくして経済活動の安定を損ねるなどの弊害をも伴った。このため、限度額は法律制定時(1917年)以降経済動向に応じて頻繁に変更されているのが実情であり、この意味からいえば、この制度がどれだけ実質的な歯止め機能をもったかはかなり疑問とみられるに至っている。

米国以外の主要国では発行限度についての法的規制はなく、一般に財政赤字の範囲内であれば議会の承認を条件として国債発行が認められる建前となっている<sup>(注)</sup>。ただ西ドイツの場合、ブンデスバンク法上、国債は「まずブンデスバンクを経由発行すべきもの」とされ、それ以外の発行方法をとる場合には「ブンデスバンクとの協議を要する」と規定されている。これによりブンデスバンクは金融情勢を勘案した上で国債の発行条件や発行時期について政府に助言を与えるという立場が保証されているわけで、事実その影響力はかなり大きい。もっとも、その他の諸国の場合も後述のとおり、中長期債の発行に際しては慣習として政府と中央銀行との間で事前に十分協議されるのが通例である。

発行限度以外のおもな規制措置としては、米国における長期債(5年をこえるもの)の発行金利規制(最高4¼%)がある。これは国債の金利コストを低水準に保つことを目的としたものであるが、

(注) フランスは今回、本年度の財政収支が赤字でないにもかかわらず長期国債を発行したが、これは本年度の予算法とは別に国債発行に関する特別立法の成立によって可能となった。

実際には1950年代後半の金利上昇期における国債借換え操作がこのために困難になるという問題が起こり、結局規制対象外の4年物に高金利を付して発行するなど変則的な措置をとらざるを得なくなった。こうした点から1961年4月、財務省は「法定最高限度の表面金利を付された新規発行長期国債を割り引いて売り出すことが許される」との法務長官の解釈を公表、その結果長期債の利回りは実質的に最高限度をこえることが可能となり、金利規制は事実上その意義を失っている。

### 3. 国債の発行・消化方法

以上にみたとおり、欧米主要国における国債発行上の規制措置は、西ドイツを除けば総じてゆるやかであり、それ自体が国債発行に対する実質的な歯止めの機能を果たしているとはいえない。しかし発行規制のための形式的制度と、実際の歯止めの効果いかんとは自から別問題である。これら主要国ではいわゆる市中公募の原則が確立されており、これが市場情勢を無視した過大な国債の発行を自動的に抑制するという歯止めの機能を果たしているからである。

#### (市中公募の原則)

すなわちこれら諸国においては、国債の中央銀行引受けは法律あるいは慣習により事実上禁止ないしきびしく制限されている。もっとも国によって法的規定の仕方は区々で、①法的にはなんら規定はないが、慣習により原則として行なわないもの(英国。英蘭銀行発行部の直接引受けについては後述)、②中央銀行業務として規定していないため事実上行ないえないもの(フランス、西ドイツ。ただし西ドイツの場合、短期債の引受けについては対政府貸付と合わせ一定の限度額が設けら

れている)、③中央銀行による国債の直接引受け限度を法的に規定しているもの(米国)、などに分かれるが、いずれの場合も国債発行については市中公募が原則とされており(別表の2参照)、この結果、市場の実勢いかんによって国債の発行額や発行条件が自動的に規制される仕組みとなっている。

米国の場合、連邦準備銀行は50億ドルの範囲内で国債の直接引受けを行ないうる建前となっているが、これは1942年の戦時立法により例外的に認められたもので、実際には臨時的な性格の“Special Certificate of Indebtedness”の購入にかざられている(現在残高は皆無)。これに対し西ドイツでは、短期国債(期限3ヵ月以内の大蔵省証券)にかざり、ブンデスバンクの直接引受けが認められている。しかしその場合でも短期貸付と合わせ対政府信用の総枠は30億マルクに限定されており、中長期債についてはその引受けが全面的に禁止され、すべて市中消化の形をとっている。一方、英国やイタリアでは、中長期債の売れ残り分(英国ではこのほか大蔵省証券のうちtap billの一部)については中央銀行が直接買入れることがある。イタリアの場合<sup>(注)</sup>は例外的ケースであるが、英国では公募した中長期国債のうち、かなりの売れ残り分を英蘭銀行発行部が応募するケースが少なくない。しかし、これは公募の期間がきわめて短期間であるため大口の国債が当該期間中に全額消化されることが技術的に不可能なために実施されているもので、もとより直接引受けを建前としているわけではない。英蘭銀行発行部は中長期国債を直接引受けた場合、これと同額だけ対政府信用(一時貸付および保有大蔵省証券)を削減し、爾後政府ブローカーを通じ漸次市場で売却すると共にこれに見合って対政府信用を復活する仕組みと

(注) イタリア銀行法上「政府発行もしくは政府保証債券に対する投資を行ないうる」との規定があるが(イタリア銀行法第41条第4項)、これは何らかの意図的な国債の引受けを目的としたものではなく、後述の特別準備制度に基づく市中銀行準備預金の大蔵省証券への再投資や、法定準備金、償却準備金および職員年金資金などの運用のための国債保有を認めた規定である。

なっているのがその証左である。

国債の市中公募(中央銀行による直接引受けの禁止)という原則は、いうまでもなく中央銀行の金融政策目標から当然の帰結として導き出されたものである。通貨価値の安定と経済の安定成長を目標に金融市場の流動性の調節と金利の操作に任ずるというのが金融政策本来の任務である。中央銀行がこの政策目的を達成するためには、銀行信用および通貨の総量を中央銀行のイニシアティブによって常に弾力的に調節しうる体制が確立していなければならない。より具体的にいえば金融・資本市場が整備され、中央銀行が公開市場操作と公定歩合政策により金融機関の現金準備の量とコストを随時機動的に調整できる立場にあってこそはじめて金融政策の目標達成が可能になるのである。この場合中央銀行が市場情勢を無視した低利国債の直接引受けを義務づけられたとすれば、中央銀行の意思いかににかかわらず金融市場に対する中央銀行の信用供与(現金準備の供給)が自動的に行なわれ、しかも中央銀行は売オペに使用できない資産を保有することになり、中央銀行の通貨管理能力は決定的に損われることになる。経済が不況下にあり、マネー・サプライの増加が好ましいとみられる場合でも、それはあくまで金融政策的観点から主体的、弾力的に行なわるべきものであって、国債の中央銀行直接引受けという形で他律的、機械的に行なわるべきものではない。国債の市中公募は金融政策の主体性確立の基本前提でなければならないのである。もっとも、金融政策的観点からいえば、同じく市中公募といっても、その具体的消化方法によっては金融効果が違ってくるといふ点にも注意する必要がある。たとえば国債を主に銀行組織内で消化した場合と、主として銀行組織以外(一般投資家や機関投資家)で消化した場合とでは、意味が違ふ。消化時における金融市場の流動性の状況や金融政策のいかんにもよ

るが、一般的には前者は銀行信用(マネー・サプライ)の増加を伴う消化となりがちで、後者の場合よりもインフレ的だからである。この意味では市中公募の国債発行についても、金融、経済情勢を十分考慮した消化対策、つまり発行時期や発行条件および消化先の選択が必要なのであるが、いずれにしても市場公募の原則は国債政策の基本前提でなくてはならないのである。

#### (対政府貸付の制度と現状)

中央銀行による国債の直接引受けと関連して、中央銀行の対政府貸付のあり方が問題となる。両者は対政府信用という形で市場に対する現金準備供給である点では国債の直接引受けと本質的に変わらないからである。

すでに触れたとおり、西ドイツでは、対政府貸付は大蔵省証券(期限3ヵ月以内)の直接引受けと合わせ総枠が30億マルクに限定されている。また英国では、英蘭銀行発行部は国債(大蔵省証券を除く)を引き受けた場合に同額だけ対政府信用を削減し、その市中への売却高に見合って復活する、という仕組みになっているが、対政府貸付の残高は事実上僅少のまま変動していない。このほかイタリアでは対政府貸付の限度は「資本支出を除く財政支出(補正予算を含む)の15%」に規制されている。またフランスでは「政府貸上金」(主として常時貸付)と「政府貸付金」(主として期限付貸付)とがあるが、両者を合わせた対政府貸付総額は1958年をピークとして以後減少傾向にある。さらに米国では対政府貸付の制度そのものが存在しない。

このように中央銀行の対政府貸付は、米国以外では制度としては存在しているが、きわめて限定的に運用されているのが現状である。その主眼が前述した金融政策の主体性維持にあることはいうまでもない。

#### (発行条件と金利体系)

国債の発行が市中公募の建前をとっているため、発行条件は当然発行時点における市場実勢によって決まることとなる。最近発行された長期国債の発行条件をみると第2表のとおりである。

ところで、長期国債の利回りが金利体系の中でどのような地位を占めているかは一概にはいえない(第3表参照)。金融制度や金融市場の発展の度合いが国により大きく異なっている以上、このことは当然

(第2表)

主要国の最近における国債発行条件

	発行時期	発行額	表面金利(%)	発行価格(%)	期間(年)	応募者利回り(%)
米 国	1965. 1月	43.8億ドル	4.0	100	5年1か月	4.0
	〃	31.3 〃	4 ⅞	100	9年1か月	4 ⅞
	〃 10月	97.0 〃	4 ⅞	99.83	1月6か月	4.37
英 国	1962. 2月	4.3億ポンド	5.0	100	2	5.0
	〃 6月	1.0 〃	6 ⅞	100	4	6 ⅞
	〃 〃	1.0 〃	6 ⅞	100	11	6 ⅞
	〃 8月	3.1(借換)	6 ⅞	100	4	6 ⅞
	〃 〃	2.0(〃)	6 ⅞	100	11	6 ⅞
西ドイツ	1965. 1月	4億マルク	6.0	98	12	6.24
	〃 〃	2 〃	7.0	99 ⅞	15	7.05
	〃 10月	2 〃	7.0	98 ⅞	10	7.25
フランス	1964. 3月	15億フラン	最初10年4.25 その後4.50	未 詳	20	未 詳
	1965. 10月	10 〃	5.5	100	15	*5.515

\* 償還差益を含む実質利回りは6.08~6.10%。

(第3表)

主 要 国 の 金 利 体 系 一 覧

(1965年8月現在、年利%)

	公定割引歩合	市 中 金 利				長期国債利回り	社 債利回り	株 式利回り
		コーラル・レート	商手割引金	定期預金金利	政府短期証券利回り			
米 国	4.00 1964.11.24. 以 降	4.12 フェデラル・ファンド、最終水曜日を含む前1週間の平均。	4.25 一流銀行引受手形割引金利(90日)の月間平均。	6~12か月 1年以上 4.50 最高金利。	3.836 3か月物入札レート。	4.19 課税債。 期間約10年物。	4.65 ムーディ社調べ。 120種平均。	3.08 ムーディ社調べ。 200銘柄平均。月末計数。
英 国	6.00 1965.6.3. 以 降	4 ⅞ ~ 5 ⅞ (翌日物)	3か月5 ⅞ ~ 6 ⅞ 6か月 〃 商業銀行または引受業者引受手形。	7 ⅞ ~ 7 ⅞ 金融商社の3か月物定期。	5.64 3か月物市場レート。	短期債(4年程度) 6.93 中期債(8~10年) 6.80 長期債(15~25年) 6.60	7.41	優先株 7.28 普通株 5.88
西ドイツ	4.00 1965.8.13. 以 降	3 ⅞ ~ 4 ⅞ (翌日物)	3 ⅞ <sub>32</sub> 優良手形レート(銀行間)	6~12か月3 ⅞ <sub>4</sub> 1年以上4 ⅞ <sub>4</sub> 10月以降。 最高金利。	3.775 60~90日もの	最高 最低 7.44~7.60 (6%もの、 含地方債)	最高 最低 7.02~7.15 (6%もの)	3.68
フランス	3.50 1965.4.8. 以 降	3.33 7月末。大蔵省証券等担保コーラル・レート	3.75 7月末。支払場所がフランス銀行本支店所在地のもの。	6~12か月2 ⅞ <sub>4</sub> 1~2年2 ⅞ <sub>2</sub> 最高金利。	2.50 7月末。1年もの名目レート。	6.08~6.10 65年10月発行のもの。償還差益を含む。	6.78	2.51 6月末。約款債平均利回り。 税金・手数料等控除。
イタリア	3.50 1958.6.7. 以 降	な し	5.00 4か月以内	6か月 3.0 1年以上3 ⅞ <sub>4</sub> 最高金利。	3.63 1年物入札レート。	5.41 4月中。7年および9年物。	6.68 全社債平均。	4.57 平均

(注) フランスの政保債利回り(B級の公共および半公共機関債)は7月末現在6.15%。

である。あえて各国にほぼ共通した点を拾い上げれば、長期債の利回りは社債利回りよりはかなり低目に(またフランスの例のように、政保債よりやや低目に)決められている、という一般的な傾向を指摘できるだけである。これは国債の信用度が相対的に高いことからみて当然であろう。しかし国によっては長期国債に所得税の免税特典を付与したものがあり(たとえばフランス)、その場合かりに高額所得者が応募すれば、実質利回りは社債とほとんど変わらない程高くなることもあるので、表面的な比較は余り意味がない(なお免税特典の付与は、金利体系を乱し税負担の不平等を招く等の理由から、一般に廃止の方向にある)。さらに重要なことは、金利が金融・資本市場の繁閑を敏感に映じてたえず変動するということである。西ドイツにおいて今春来地方債の過剰発行を背景として公債利回りが急騰し、現在社債利回りをさえ上回っている事実はその好例であるが、ほかにもたとえば英国で本年8月中旬に発行された借換え債の表面金利は既発債の利回り上昇傾向を映じ6.5%という従来にない高いものとなった。

#### (国債の発行方法)

次に長期国債の発行方法をみよう。その大要は別表の3.に示すとおりであるが、ここで重要と思われるのは、発行に際し、各国とも発行の時期や条件などについて中央銀行と大蔵省あるいは市場関係者をも含めて事前に十分な協議が行なわれ、相互に完全な意思の疎通をはかる体制ないし慣行が確立されているということである。

長期国債の発行に際し、引受け機関は西ドイツ以外には設置されていない。西ドイツでは、既述のとおり、国債発行はすべてブンデスバンクを経由すべきものとされており、この建前から長期国債についてはブンデスバンクを代行機関として普通銀行、貯蓄銀行・信用組合の中央機関などによる引受けシンド(81行)が結成されている。引受けシンドの代表は発行時に会合を開き、発行者たる政府をも加えて発行額、発行条件、引受け分担額などを討議し、最終的に決定することとなるが、大筋は経済省および大蔵省とブンデスバンクとの間で事前に検討される場合が多い。これに対し米、英、フランス、イタリアでは、発行条件について最終決定が行なわれた後は、応募目論見書を一般に公表し、公衆からの申込みを直接徴することとしている(注1)。

#### (国債強制保有制度)

国債の消化と関連して、フランスの国債強制保有制度やイタリアの特別準備制度(一種の支払準備制度で現金と大蔵省証券とで構成される)について触れておく必要がある(注2)。もっともこの制度の対象となる国債はいずれも短期債であり、中長期債は対象とされていない。

この制度は、イタリアでは1947年10月、フランスでは1948年10月といずれも戦後期に創設された(注3)が、その背景には次のような複雑な事情があった。すなわち両国とも第2次大戦末期に銀行保有の大蔵省証券が巨額に上った上、戦後のインフレ過程で大蔵省証券の発行量が増大した。とこ

(注1) 1. 米国では例外的ケースとして商業銀行や政府証券ディーラーなどが、ある程度引受けの役割を演ずることがある。また1963年には国債管理の一環として試験的に長期債についても競争入札が行なわれた。

2. フランスでは、あらかじめ直接国債代理店(大銀行および庶民銀行等)、フランス銀行およびコルレス先、郵便局などに受託額の割当を行ない、受託先は割当額を個人に対して消化する上での責任を負う。なお、フランスでは有価証券発行事前承認制度が活用されている。この制度は、社債、株式の発行に際し大蔵省への事前の協議ないし通知を義務づけたもので、本来国債や政保債の発行時期との調整をねらいとしたものであるが、実際には政府がこの制度を利用して、国債を最も有利な時期に発行するようにしており、やや起債統制の色彩が濃い。

(注2) このほか、ベルギーでも1964年に特別準備制度が創設され、事実上準備の相当部分を国債で保有することを義務づけられたが、1962年1月に可変現金準備制度が導入されると共にこの制度は廃止された。



ろがフランスでは、3ヵ月以内に満期の到来する大蔵省証券はフランス銀行で自由に再割引できる扱いとなっており、またイタリアでもイタリア銀行は市中銀行からの申出により随時大蔵省証券の売買に応ずる建前となっているため、市中保有の大蔵省証券が通貨化されてインフレを招く危険が生じた。かかる危険を未然に防止しようとしたのがこの制度創設の基本的なねらいであった。しかし同時にこの制度が、市中銀行の保有する大蔵省証券の急減(その結果としての価格の暴落)を阻止しようとする目的に適合したことも事実であり、また国債(大蔵省証券)の消化手段としての役割を演じたことも否めない。

このように本制度は多面的な性格をもっていたが、重要なことは、近年に至り金融正常化の要請が高まるにつれてその弊害が認識され、制度自体が改正された結果、今日では各国ともにその重要性を失いつつあるということである。すなわちフランスでは1961年以降、可変流動比率(coefficient de trésorerie)が設定されたことにより、流動性規制手段としての強制保有制度の意義は著しく後退し、強制保有比率は以後一方的に引き下げられている(制度創設時の1956年7月に25%、以後61年2月20%、6月17.5%、62年3月15%、64年1月13%、5月10%、10月7.5%)。またイタリアでも、1962年11月に大蔵省証券の発行制度が改正された(注4)のを契機に、現金準備率が預金総額の最

低10%(したがって大蔵省証券の預入限度は12.5%)と定められ、現金支払準備制度の性格をいっそう強めることとなった。またイタリア銀行としても、かつては現金準備として預入された準備預金のほとんどを大蔵省証券に投資するという形で国債消化を要請されていたが、特別準備制度の改正以降このような方式は改められた。

#### 4. 国債発行と金融政策

以上、国債の発行および消化に関する主要国の実情とその背景を概観した。そこで次に、国債政策ならびに国債管理政策と金融政策との関連について検討してみよう。

##### (国債政策と金融政策)

財政政策が国債の導入を軸として、景気に対しより弾力的に行動しうる余地を拡大することは明白である。フランスにおいて新長期国債の発行が投資振興の呼び水としての役割を果たそうとしている事例や、米国において国債発行が積極財政をささえる手段として近時積極的に活用され景気調整に多大の成果をあげてきたという事例、あるいはかつて(1959年)イタリアにおいて長期国債が過剰流動性を吸収・凍結する手段として使われた事例などがその好例である。

ただここで重要なことは、第1にこうした財政政策の景気調節機能の拡大が、必然的に金融政策との協調を必要とする、ということである。

(注3) この制度により、

- ① フランスでは、市中銀行は1948年10月以降、9月末現在の短期国債保有高の95%を継続して保有し、さらに同月以降の要求払預金および定期性預金の増加額の20%以上を短期国債の購入にあてることを義務づけられた。その後1956年7月に制度改正が行われ、短期国債の保有最低限度は月末の総預金残高の一定比率(当初25%。以後1961年1月に可変流動比率制度が導入されたことにより、2月に20%に引き下げられ、さらにその後も漸次引き下げられている)とされた。
- ② イタリアでは1947年10月以降、市中銀行は預金総額の22.5%を現金もしくは国債(または政府保証債)で保有することを義務づけられた。その後1953年1月に制度が改正され、特別準備として保有する債券は大蔵省証券(1年物)にかぎられた。

(注4) 改正点は、①大蔵大臣の大蔵省証券発行権限を毎月の国庫の資金繰り上の不足額の範囲内に限定したこと(従来は無制限に付与)、②市中銀行が大蔵省証券の自由保有分(特別準備として組み入れる分をこえて保有する分)につき発行制度を入札方式とし、金利を市場実勢によらしめたこと(従来はすべて固定金利で発行)、③大蔵省証券の種類を1年物に限定したこと(従来は1～12ヵ月物まで各種存在した)、の3点である。

金融政策が通貨面から経済の安定的発展を指向している以上、このことは当然である。この点に関連して注目されるのは本年のB I S (国際決済銀行) 年報の指摘である。同年報は、西欧大陸諸国において今日最も必要なことは、財政政策をより緊縮的に運営し、金融政策をより緩和する方向で運営することである、との主張を展開している。もっとも、これは米欧間の国際収支不均衡の是正という独自の観点から、金利の調整機能を重視したことによるものである。しかしそうした観点を離れても、現に西ドイツなどの場合には、財政規模の拡大が金融政策に必要以上の負担を強いていることは争えぬ事実であり、これが財政・金融政策の協調という観点から改めて問題とされているのである。

第2に、国債政策は財政の健全性を損なわない範囲内で慎重に運営される必要がある、ということも重要である。

米国では既述のとおり国債発行を積極財政の手段としているが、といって財政は決して放漫化しているわけではない。むしろ事実とは逆に、米国ではケネディ政権によって積極財政政策がとられて以来、一方では国防費を中心に経常支出の節減については異常な努力が払われ、これが大統領の適切な政治力の発揮によって見事な成果を収めているのである(1965年度の歳出総額は冗費節減により5年ぶりに前年度を下回った)。積極的な減税、赤字政策が果敢に遂行され、しかもそれが保守的な国民によって支持されたこと、また政策自体が財政インフレといった弊害を伴わずに所期の成果を挙げ得た背景には、それが近代国家特有の財政膨張傾向を抑制して財政の健全性を守るという真剣な政治的努力によって裏付けされていたという事実があったことを見落してはならない。こうした事例はたんに米国だけにかぎらない。国内景況

が投資の沈滞を主因になお本格的立直りをみせていないフランスにおいてさえ、財政規模の増加率をGNP増加率とほぼ同程度に押える方針が堅持され、事実本年の歳出予算の増加率(名目6.6%)は前年度のそれ(6.85%)をさえ下回っている。これは政策当局がコスト・インフレの進行を極度に警戒視しているからにはほかならない。

もっとも財政の膨張抑制は本来なかなか困難なことであり、各国がすべて米国のように立派な成果を収めているとはいえない。たとえば西ドイツの事例をみよう。同国では本年5月に資本市場が混乱状態に陥り、債券価格の急落、債券利回りの急騰という事態が生じた。その際ブンデスバンクは国庫代理人として市場に介入し買さええ操作を実施した<sup>(註)</sup>が、結局は十分な効果を発揮できないままに操作を断念せざるをえない状況に追い込まれた。その結果、国債金利は急騰し、市場は硬塞状態に陥ったため、政府としては7月末から9月初めまで公債(国債、外債を除く)の起債を差止めるという異例の起債調整措置をとらざるを得なくなった。その後起債差止め措置は解除されたが、政府は引き続ききびしい起債調整を続けており、市場はなお正常な状態に復帰するまでに至っていない。こうした資本市場の混乱は、要するに市場の消化能力を越えた公債(とくに地方債)の過剰発行に起因したものである。プレッシング・ブンデスバンク総裁は機会あるごとに財政健全化の必要を訴え、当局の節度ある行動を要望しているが、中央、地方政情が必ずしも安定していない点もあって、健全財政の実現はなかなか困難な模様である。

ここで注意すべきは、5月の資本市場混乱の際、ブンデスバンクの市場介入によって一時的にせよ国債価格が支持される結果となったが、結局は市場実勢に抗しきれずに市場への介入操作を断

(注) ブンデスバンクは自己勘定によらず、政府預金を使って市場に介入した。

念せざるを得なかったという点である。これはブ  
ンデスバンクが自己の勘定を通じて行なうオペ  
レーションとは全く異なるものであるが、仮にオペ  
レーションを通じて市場に介入したとしても、金  
融政策目標を遂行するという見地から、そうした  
操作には当然限界があったと思われる。

### (国債管理と金融政策との協調)

次に国債管理と金融政策との協力関係について  
みよう。

財政当局が国債の新規発行、償還、借換え等の  
国債管理政策をどのように実行するかによって国  
債の期限別構成は当然変化する。しかも国債発行  
高が増大するにつれ、国債管理政策のいかんは国  
債残高の期限別構成の変化や国債価格の変動など  
を通じて、市場金利の動向ならびに金融・資本市  
場全体の流動性を左右し、ひいては景気情勢にも  
影響を与えるようになってくる。こうして、国債  
管理政策はたんに財政資金需要の低利安定的調達  
ないし国債市場の安定といった一方的な目的だけ  
では運営できなくなり、また同時に金融政策と国  
債管理政策との関連が一段と緊密になってくるの  
である。

つまり国債の発行時期や償還の仕方、借換え操  
作等は、たんに財源の過不足に依拠してはきめられ  
なくなる。たとえば発行時期については、金融市  
場の繁閑を調整するような形で、できるだけ分散  
されていることが望ましい。また償還については、  
市場流動性の増大が望ましい場合は償還を促進  
し、逆に流動性増大が懸念される場合は、長期借  
換え操作によってその危険を未然に防止すること  
も当然考えられなくてはならない。このほか、発  
行する国債の種類を長・中・短期債のいずれに重  
点をおくかの決定も重要である。つまり所要資金  
の大部分を短期債で調達した場合には、市中の流  
動性が増大して経済活動が刺激されると同時に、  
期限構成が極端に短縮化されれば、場合によって

はインフレを助長することとなる。逆に長期債  
による資金調達との比重が増大すれば市中流動性は  
低下し、場合によってはデフレ効果をもたらすこ  
ともありうるだろう。

したがって、国債の発行時期や償還、借換え等  
の決定は、金融政策の見地からみて重大な関心事  
でなければならない。すでに述べたとおり、欧米  
主要国では国債発行に際し政府と中央銀行との間  
で事前に十分な意見調整が行なわれる建前となっ  
ているが、これは国債管理上、金融政策との協調  
の必要性が広く認識されているからである。

そこで両者の協調関係が最も進展している英、  
米両国の事例をみると次のとおりである。

・英国では、借換え操作が国債管理の中心的地位  
を占めているが、その場合借換え操作は新規借換  
え債の発行のほか、英蘭銀行保有国債の市場での  
売却操作をも含むと解されており、両操作とも英  
蘭銀行がその衝に当たっている。つまり英国では、  
借換え操作は公開市場操作の一部と考えられるま  
でになっているのである。これは、長期債を公募  
した場合、相当額が一時的にせよ英蘭銀行発行部  
の引受けという形をとるためでもあるが、いずれ  
にせよ国債借換え操作は英蘭銀行の行なう公開市  
場操作と密接不可分の関係にあり、時としてその  
積極的手段とすらなっている。かかる英国の事情  
は畢竟、国債発行高の比重が他国に比し格段に高  
いため、国債管理ことに借換え操作を離れて金融  
政策はありえないという英国独自の事情に由来す  
るものであろう。

これに対し、米国では中央銀行と財政当局とは  
本来それぞれ自主性を保ちつつ相互補完関係に立  
って協調すべきであるという、いわゆる「チェッ  
ク・アンド・バランス」の考え方が広く常識化し  
ている。つまり中央銀行としては国債管理政策を  
支援する上で最大の努力を払うことはもちろんで  
あるが、それはあくまで本来の金融調節能力が阻

害されない枠内でなされるべきであるという考え方がはっきり確立されている。こうした考え方が国債価格釘づけ政策(pegging policy)の廃止以降、財政、金融当局間の協調の進展という形で見事に活かされている点は注目に値しよう。

周知のごとく、米国では戦中戦後にかけて、巨大な軍事支出および戦後経営のための膨大な量の国債をできるだけ低いコストで発行するために、国債金利を低利に釘づけする政策がとられ、このため連銀は国債を市場から一定の価格で無制限に買い入れることを要請された。その結果、連銀は市場に対し買入れ資金を全く受動的に放出することとなったため、市中流動性の過剰化を招来した。連銀の金融調節機能が著しく阻害された。かくして1951年、連銀と財務省との間に和解(accord)が成立し、国債価格支持政策が廃止され、これによって金融政策は本来の市場調節力を回復した。以後、金融政策と国債管理政策との間には、チェック・アンド・バランスに立脚した幾多の政策技術上の改善が試みられ、両者の正しい協力関係が発展してきたのである。

たとえば金融政策面からの協力操作としては、財務省の借換え操作に際し連銀が証券ディーラーに対する売戻し条件付の買オペを行なって国債消化を容易にしたり、国債の発行に際し商業銀行の「租税公債勘定」へ証券代金が払込まれる日の直前に商業銀行に対し一時的な追加準備の供給を行っていることなどがあげられる。また財政政策面からは、短期債の発行時期を適切に配分することによって金融市場へのインパクトを軽減したり、連銀の nudging operation(後述)に伴う市中流動性の極端な増大を抑えるために期限前借換え操作を行ってきたことなどが指摘できよう。こうした両者の協調動作は今日では常識とさえなった。

ことに注目されるのは、1960年以降、いわゆるビルズ・オンリー政策が修正され、公開市場操作

の機能が拡充されたことによって、金融政策と国債管理との政策協調がいっそう緊密の度を増したことである。

米国ではアコードの成立を契機として、金利水準の決定をできるだけ市場実勢にゆだねることが望ましいとの考えが支配的となり、1953年春以降、公開市場操作の対象を市場における最短期の証券(事実上財務省証券)に限定する政策がとられてきた。これがかつては連邦準備制度の伝統とまで考えられたビルズ・オンリー政策である。しかし60年秋には景気が後退に向い、かつ短期資金の国外流出によって国際収支危機が表面化したため、連銀はビルズ・オンリー政策の修正に踏みきり、一方において長期金利の低下を促進すると共に、他方短期金利の低下を阻止することを意図して、長期債の買操作と短期債の売操作とを随時併用するという新政策(いわゆる nudging operation)を採用するに至った。連銀のかかる積極的な公開市場操作の展開に対応して、国債管理面からも長期債の供給量を減らし短期債の供給量を適度に増大させて金融政策を補強するという政策がとられた。

米国の事例にみられるような、高度の政策技術を駆使した国債管理と金融政策面での協調関係は他の諸国にはまだみられない。しかしもちろん西欧大陸諸国においても、両者の政策協調の例がないわけではない。本年5月、西ドイツでブンデスバンクが資本市場の混乱を収拾するために市場に介入した事例や、フランスやイタリアで、これまでに過剰流動性吸収策として長期国債が発行された事例などがこれである。しかし米、英両国と比較すると国債管理の重要性はまだ低い。西欧大陸諸国においても今後国債管理の重要性が高まれば、両当局間の政策協調は当然問題となろう。

## 5. む す び

以上、欧米主要国の国債事情を概観したが、最

後にその中から読みとれる幾つかの教訓を列挙して本稿のむすびとしよう。

第1に、国債発行に関する財政面からの諸規制は西ドイツを除き概してゆるやかであるが、中央銀行による直接引受けは禁止ないしきびしく制限され、市中公募の原則が貫かれており、これが過剰発行への最大の歯止め装置となっているということである。これは中央銀行の金融調節機能を阻害しないために最少限度必要な条件でもあるが、他方国債の発行条件を市場情勢に応じた無理のないものとし、その市場消化に努めるということは、結局国債市場の発展を促進し長い目でみれば財政資金の調達を最も安価に行ない得るための方策だということも、忘れてはならないのである。なお、米国における国債の発行限度規制や西ドイツ等における国債の発行目的規制は、財政支出の膨張を抑える上でそれ自体重要な意義をもっていることは前述のとおりである。

第2に、国債の発行時期や発行条件などの決定に際しては、各国とも財政・金融当局あるいは市場関係者をも含めて事前に十分協議する体制が確立されており、相互間に完全な意思の疎通がはかられているということである。国債の発行条件等をどのように決定するかは本来国債管理の分野に属する事柄ではあるが、その決定いかんが金融政策の運営にも大きく影響する以上、中央銀行がそうした決定に参画し、積極的に助言を行なうことはむしろ当然の責務といわなければならない。

第3に、国債の市場公募の原則が守られ、発行時期や発行条件などについて財政、金融当局の協調が十分行なわれるという前提の上で、国際管理政策をできる限り支援するのは、金融政策の当然の任務だということである。1951年に成立したアコードによって国債価格支持政策の拘束から解放された米国の金融政策が、その後も国債の消化を

援けるためにいかに自主的に支援的オペレーションを展開してきたかを知ることは参考になる。英国や西ドイツなどについても同様である。ただこれは中央銀行が金融調節という本来の任務の範囲内で、金融・資本市場の安定のために、自主的に行なうものであって、国債の直接引受けとか国債価格釘付け政策などとは本質的に区別しなければならない。国債支援の金融操作を、中央銀行本来の任務に優先させることはできない。その意味での支援操作の限界を知ることは重要である。

第4に、この点と関連して金融政策と国債管理政策との協調関係をどのように打ちたてて行くかという問題がある。米国では両者が自主的な立場から相互に補完し合い、現に見るべき成果をあげている。英国ではその特殊性もあって両者が一体の金融操作であるとの観念すら持たれるに至っている。ただ、米英両国の事例は国債管理政策がかなり前進した段階での問題であり、現在われわれが直面している段階とは必ずしも適合しない。むしろ国債市場の未発達なわが国としては、欧州諸国の努力にみられるように、金融資産に対する限られた市場需要(流動性需要)の動向にいかにかマッチした条件と種類の国債を選択するかが、より重要な問題であろう。

最後に、そして最も重要なことは、経済政策目的に即した積極的な国債政策を行なうにしても、財政健全化への努力はいささかも怠ってはならず、むしろいっそう強化しなくてはならないということである。近年積極財政に成功した米国が反面では予算膨張抑制にいかにか真剣な努力を重ねてきたか、反面財政膨張を効果的に防止し得なかった多くの欧州諸国の金融・資本市場が累増する公債の重圧の下にいかにか困難な情勢に追い込まれているか、この対照的な動きはわれわれにとっても最大の教訓でなければならない。

(別 表)

主 要 国 の 国

	米 国	英 国
1. 国債発行に関する規制 ① 量的規制 ② その他の規制	① 発行限度額は1917年の第2自由公債法によって定められた。現在の限度額は3,280億ドル。うち恒久的限度額2,850億ドル、臨時的限度額430億ドル(1965年6月末国債発行残高3,179億ドル)。 ② 長期債(5年を越えるもの)の最高利率は4¼%に規制(第2自由公債法)。	イ、季節的な赤字を埋めるための一時的借入権限…財政年度ごとに議会の議決する歳出予算の額まで(ただし大蔵省証券は当該財政年度内に償還を要する)。 ロ、財政投融资資金の借入…関係法律により議会の承認を条件として認められる。 ハ、一般会計の赤字補てんのための借入…赤字額の範囲内(ただし議会による授權が必要)。 ニ、既発行債償還のための借入…国債法により全く自由。
2. 中央銀行の対政府信用 ① 国債の直接引受 ② 直接貸付	① 原則として禁止。 ただし50億ドルの範囲内で債務証券の保有が認められる。実際上は納税期の入金小切手の取立てまでの立替えに利用される期間1日の特殊証券“Special Certificate of Indebtedness”に限られ、現在残高は皆無。 ② 業務として規定されておらず禁止。	① 規定はないが、原則として行なわれない。ただし中長期債の市中売れ残り分と大蔵省証券のうち tap bill の一部については英蘭銀行発行部が引き受ける。英蘭銀行発行部が中長期債を引き受けた場合は、同時に相当額だけ対政府信用を減額する。 ② 一時貸付は1964年3月末314百万ポンドで1954年以降ほとんど不変。長期貸付は英蘭銀行創設時に行なわれ、その後1833年まで数回増額されたが、以後残高は変わらず僅少(現在11百万ポンド)。
3. 市中公募の方法 ① 短期国債(市場国債) ② 中・長期国債(    )	① 大蔵省証券については、毎週、割引入札方式により発行。入札は主として競争入札であるが、1943年以降、一定額を限度に(13週間物20万ドル、26週間物10万ドル)毎週の競争入札価格の平均による非競争入札を導入。 ② 財務省が市場の情勢を考慮の上、発行条件を決定し、応募目論見書を一般に公表して応募を勧誘。ただし1963年に競争入札が試験的に実施された。	① tender bill については、毎週割引方式により競争入札で発行される。 ② 直接公衆の申込みを徴するが、売れ残った国債は英蘭銀行発行部が応募し、その後政府ブローカーを通じ市場価格で徐々に売り出される。

## 債 事 情 一 覧

西 ド イ ツ	フ ラ ン ス	イ タ リ ア
<p>① 連邦の資金調達限度額は毎年度の予算法により定められる(予算会計法第8条の1)。</p> <p>② イ、信用による資金調達は、非常の必要がある場合にのみ、かつ原則として事業目的の支出のためにのみ、しかも連邦法律に基づいてのみ認められる(基本法第115条)。なお一般会計の赤字は一時借入金でまかない、少なくとも翌々年度の歳出(一般会計)に償還を計上しなければならない。また特別会計で発行する国債は建設公債が建前(実質上は総合収支尻の赤字補てん手段となっている)。</p> <p>ロ、国債の発行はすべてブンデスバンクを経由(中・長期債の場合、代行機関としてシンジケートを組織する)ないしブンデスバンクと協議して発行される(ブンデスバンク法第20条第2項)。</p>	<p>① 国債発行額は法律によって決定される。発行条件および発行方法は政令、場合によっては省令で決定される。</p> <p>② なし。</p>	<p>① 国庫の資金不足(大蔵省証券は毎月の現金不足)の範囲内で、議会の承認を条件として発行が認められる(なお1962年11月に限度規制が設けられる以前には、国庫の資金事情と関係なく市中の過剰流動性を吸収するため長期国債を発行し、発行代り金の一部を不胎化したことがある)。</p> <p>② なし。</p>
<p>① 業務として規定されておらず、原則として禁止(ブンデスバンク法第25条)。ただし大蔵省証券(期間3か月以内)については、②のうちの短期貸付と合せ30億マルクの範囲内で引受けが認められている(ブンデスバンク法第20条第1項)。</p> <p>② 短期貸付は帳簿信用の形で行なわれる(限度額は①参照)。ほかに国際機関への出資のための長期貸付がある(ブンデスバンク法第20条第1項)。</p>	<p>① 業務として規定されておらず禁止。</p> <p>② 政府貸上金(限度 54.5 億 フランまで。現在残高は限度一杯)と政府貸付金(限度 46.8 億フラン)とがある。</p>	<p>① 原則として行なわれない。ただし大蔵省証券発行の際、市中割当に残額が生じた場合、政府から買い入れることがあり、また中長期債も直接政府から買い入れることがある(主として政府輸入資金調達のため発行した国債の買取、中央銀行準備金の運用によるもの)。</p> <p>② 資本支出を除く財政支出(補正予算を含む)の15%まで当貸の形で貸付を行ないうる(1948.5.7付法令第544号、第2条第1項)。</p>
<p>① 大蔵省証券、割引国庫債券は社会保険基金を除いて金融機関にのみオペ・レートで売却され、金融機関は一般には売り出さない。</p> <p>② ブンデスバンクが代行機関になり、その傘下に81行の引受けシンジケート団が結成される。各行の割当額は慣例によって決められる。シンジケート団は引き受けた国債を一般に売り出す。</p>	<p>① イ、登録大蔵省証券は1963年4月以降、市中銀行の自由保有分(国債強制保有制度に基づく限度を超える分)につき入札発行制度を実施。入札は毎月3回(5、15、25日)で、発行額は国庫の金繰りや短期金融市場の動向を勘案して決定される。</p> <p>ロ、一般発行の大蔵省証券は発行期日、発行金額の定めがなく、少額貯蓄者および中小事業主などの引受者の需要に応じて売り出される。</p> <p>② 長期債は直接一般に売り出され、金融機関はその窓口を提供するだけで(一定のコミッションを政府から受けとる)直接取引はない。おもな消化先は個人。</p>	<p>① 大蔵省証券のうち、市中銀行引受けの任意保有分(特別準備に充当される分を超える保有分)については1962年11月以降入札制度を実施。市中銀行が特別準備に充当する分は直接割当てる(利率は公定歩合と同率の3.5%、発行価格96.5%)。</p> <p>② 直接市中公募。</p>

	米	英
<p>4. 対民間取引上の取扱い</p> <p>① 公開市場操作</p> <p>② 国債担保貸付</p> <p>③ 国債割引</p>	<p>① 金融市場で市場レートにより国債(主たる対象物件は財務省証券)を売買(連邦準備法第14条)。実際には連邦公開市場委員会の指示に基づき準備制度公開市場勘定支配人が特定の資格を有する政府証券ディーラー(約20社)を通じて市場に介入し、売買された証券を12連銀に配分。</p> <p>② 政府証券担保貸付(対加盟銀行15日以内、対個人、組合、法人90日以内—連邦準備法第13条)。</p> <p>③ なし。</p>	<p>① 規定はないが、金融市場で市場レートにより国債(主たる対象物件は大蔵省証券)を売買。実際には英蘭銀行が特定のディーラー(割引商社の中の1社)を通じて売買する。</p> <p>② 規定はないが、大蔵省証券担保貸付、中期債(5年以内、ただし期近物)担保貸付を原則として割引業者に対して行なう(いずれも最低期間7日間)。</p> <p>③ なし。</p>
<p>5. 減債基金</p>	<p>1919年の「勝利公債法」を基礎に現行の減債基金制度が成立。しかし国債の発行量増大と共に減債基金の資金が新規国債の発行で調達されるようになったため実質的意味を失い、1937年以降減債基金への支出は停止され、償還は借換えならびに歳入剰余金で行なわれるようになった。</p>	<p>従来はあらかじめ減債基金を設けて将来の減債に充当するという方法をとっていた(1923年「新減債基金法」)が、1954年の「財政法」により本制度は廃止され、当該年度中の歳入超過分を減債に充てるという原則が確立、以後毎年の減債充当額は歳出既定費として予算に計上。ただし、戦前に発行された4種類の政府証券には個別的な減債基金規定がつけられている。</p>
<p>6. 国債の種類</p> <p>① 長期債</p> <p>② 中期債</p> <p>③ 短期債</p>	<p>① 財務省債券 期間5年をこえる確定利付債券(最高利率は4¼%に規制)。</p> <p>② 財務省手形 期間1～5年の確定利付債券</p> <p>③ イ、財務省証券 期間1年以内(91日ものが主体)。額面種類は1千～1百万ドルまで6種類。</p> <p>ロ、財務省債務証券 通常期間1年以内の確定利付債券 現在はローザ・ボンドとして残高があるのみ。</p> <p>以上のほか、非市場証券として、財務省貯蓄証券、財務省貯蓄債券、預託債券、投資債券、特別債券がある。</p>	<p>① イ、永久債(コンソル債) ロ、長期債(期間15年以上)</p> <p>② 中期債(期間5～15年)</p> <p>③ イ、短期債(期間5年まで) 以上いずれも確定利付債券 ロ、大蔵省証券(tender bill, tap bill)</p> <p>以上のほか、貯蓄証券、納税準備証券等がある。</p>



西 ド イ ツ	フ ラ ン ス	イ タ リ ア
<p>① 短期国債(大蔵省証券および割引国庫債券)および長期国債につき、金融機関および公的機関(社会保険基金)との相対取引で売買できる。主たる対象は平衡請求権(下記6後段参照)を流動化した償還期限2年以内の大蔵省証券で、売却レートはブンデスバンクが市場の実勢に応じて随時変更し、これを公示するという方法をとる(買戻しレートは売却レートの<math>\frac{1}{100} \sim \frac{1}{50}</math>%高)。なおオペの結果取得した短期国債(ただしオペの主たる対象たる平衡請求権転換分を除く。上記2の①参照)は対政府信用に算入される。一以上ブンデスバンク法第15条、21条、42条。</p> <p>② 取引先金融機関に対し、国債を担保とした3か月以内の貸付を行なう。</p> <p>③ 主として銀行に対し、3か月以内に満期の到来する大蔵省証券につき割引を行なう一以上ブンデスバンク法第19条。</p>	<p>① 法律上オペ対象証券として規定されている国債は流通性ある政府短期証券—期間2年以内の大蔵省証券、フランス国有鉄道証券などに限られており、長期国債は対象とされていない(しかしオペの主たる対象物件は民間手形)。市場操作はほとんど買操作のみ。大蔵省証券のうち一般発行分については3%の固定レートでフランス銀行が無制限に買入れるが、登録分については買入れ義務はなく、買入れる場合は市場レートを適用。取引に際してはフランス銀行が原則として割引会社を通じて市場に介入するが、実質的には商業銀行との相対取引に近い。一以上1938年6月の緊急政令。</p> <p>② 一般の証券担保貸付金利を適用する通常の国債担保貸付(対象は市中銀行のほか、企業、個人を含む。フランス銀行法第128～134条)と優遇レートによる国債担保30日貸付(対象は市中銀行。担保は期限2年を越えない確定期限付国債。期間5日ないし30日の短期貸付)がある。</p> <p>③ 支払期限3か月以内の政府短期証券の割引を行なう(同122条)。</p>	<p>① 法的にはオペを実施しうる(イタリア銀行法第41条)が、短期資金の需給調節を行ないうる金融市場が存在しないため、事実上オペは行なわれていない。 上記3の①の大蔵省証券発行方法の改訂はオペの基盤をつくることを意図したもの。</p> <p>② 公私の金融機関および個人に対し、法律で定める期間、国債を担保とした貸付を行なう(イタリア銀行法第41条第3項および第48条)。</p> <p>③ 期限4か月以内の国債の割引を行う(同第41条第2項および第45条)。</p>
<p>詳細不明。</p>	<p>1928年、ポアンカレーが Caisse Nationale d'Amortissement を創設、たばこ消費税をその財源とすることにしたが、1959年1月、この制度は廃止され、現在は予算枠内で所定の償還をはかる仕組みになっている。</p>	<p>制度なし。</p>
<p>① 長期債(期間4年をこえるもの)</p> <p>② 中期債(3～4年) 以上いずれも確定利付債券</p> <p>③ イ、割引国庫債券(期間6か月～24か月) ロ、大蔵省証券(期間30日～90日) 以上のほか、平衡請求権(1948年の通貨改革に際して生じた銀行の損失をカバーするため連邦が与えた一種の永久国債)がある。</p>	<p>① イ、永久債 ロ、長期債(通常15～20年)</p> <p>② 通常発行されない。</p> <p>③ イ、一般発行大蔵省証券 ④ 累進利付債券 発行3か月以降償還可能となり、その後利率が累進するもの。 ⑤ 確定期限付債券 1年、2年ものほか、大蔵省証券の平均期間を長期化するため1961年6月に3年、5年ものを追加。 ロ、登録大蔵省証券</p>	<p>①、② 中・長期債(7年、9年もの2種類。両者を一括して Buoni del Tesoro Poliennali と呼ぶ)。</p> <p>③ 大蔵省証券(期間1年もの)。</p>

	米	国	英	国
7. 保有者別残高	(1965年6月末)		(1964年3月末)	
(カッコ内 %)	億ドル		百万ポンド	
	政府機関信託基金	634 ( 19.9)	政府関係機関	8,590 ( 24.8)
	連邦準備制度	391 ( 12.3)	(英蘭銀行発行部を含む)	
	商業銀行	579 ( 18.2)	公社・地方公共団体	196 ( 0.6)
市	相互貯蓄銀行	58 ( 1.8)	市中銀行等	3,539 ( 11.7)
	保険会社	106 ( 3.3)	その他金融機関	3,723 ( 12.3)
中	一般会社	159 ( 5.0)	海外居住者	3,628 ( 12.0)
	州・地方政府	236 ( 7.4)	(国際機関を含む)	
消	個人	712 ( 22.4)	その他	10,544 ( 35.0)
	外国・国際機関	157 ( 4.9)	(うち、個人)	( 6,704) ( 22.0)
化	その他	148 ( 4.7)	合計	* 30,222 (100.0)
	小計	2,154 ( 67.8)	* 政保債 1,831 百万ポンドを含む。	
	合計	3,179 (100.0)		

西 ド イ ツ		フ ラ ン ス	イ タ リ ア
	(1965年6月末) 百万マルク	(1963年末、大蔵省証券のみ) 百万フラン	(1963年末、大蔵省証券を除く) 億リラ
ブンデスバンク	2,643 ( 4.2)	登録大蔵省証券23,340 (100.0)	イタリア銀行 1,745 ( 8.5)
市中金融機関	38,989 ( 61.8)	うち フランス銀行 560 ( 2.4)	短期金融機関 5,906 ( 28.7)
うち 貸付金	30,492 ( 8.3)	市中銀行 12,000 ( 51.4)	中長期金融機関 117 ( 0.6)
うち 長期債	5,220 ( 1.9)	預金供託金庫 10,030 ( 43.0)	預金貸付金庫 214 ( 1.0)
うち 中期債	1,219 ( 3.3)	その他金融機関 750 ( 3.2)	保障機関および 保険会社 638 ( 3.1)
うち 短期債	2,058 ( 48.3)	一般発行大蔵省証券27,584 (保有者別内訳は不明)	会社・個人 11,958 ( 58.1)
非金融機関	18,245 ( 28.9)		
その他	3,263 ( 5.2)	合 計 50,924	合 計 20,578 (100.0)
合 計	63,140 (100.0)		