

# 国債発行方式と金融市場

## 〔要 約〕

近く予定される長期国債の発行は、市中公募方式によって行なわれることとなったが、これに対して景気刺激策としての観点から、日銀引受けによって発行すべきであるという見解もなお少なくない。しかし国債発行による財政面からの経済拡大効果は、直接的には財政規模の拡大、あるいは減税実施の規模に依存するのであって、その点では市中公募であろうと、日銀引受けであろうと変わりはない。

国債発行方式によって相違が生ずるのは、主として金融市場への影響と、これに関連する金融政策の運営についてである。国債が市中公募される場合、それによって生ずる金融市場への影響は、金融政策の運営によって、必要に応じ調整することができる。しかし日銀引受けによる発行は、景気情勢いかにかわりなく、機械的に市中に流動性を供給するという性格をもっている。したがってこの方式は、金融引締め政策が必要となった場合、その運営を著しく困難にするであろう。

わが国の財政が、長年の国債不発行主義から転換しようというときにあたり、以上の点を明確に認識することが必要である。

## 〔目 次〕

- |                         |                     |
|-------------------------|---------------------|
| 1. は し が き              | 5. 今 後 の 課 題        |
| 2. 国債発行と有効需要            | 〈補論〉 国債発行と資金循環      |
| 3. 国債の市中公募と金融市場         | 1. 国債発行の金融的影響(消化先別) |
| 4. 中央銀行引受けによる国債発行とその問題点 | 2. 国債発行と通貨供給        |

### 1. は し が き

わが国において、戦後初めての本格的な長期国債の市中公募が行なわれることとなり、発行方法・条件などの細目も明らかにされるに至った。国債発行の有効需要に及ぼす効果あるいは金融市

場に与える影響、ひいてはインフレーション招来の可能性などの諸問題について、きわめて多くの論議があることは、周知のとおりである。そのなかでも、発行方式の相違による国債発行の経済的効果の違いについては、とくに各種の論議が盛んに行なわれ、当面市中公募の方針が決定されたに

もかわらず、なお尾をひいている。

いうまでもなく、国債を日銀引受けによって発行するか、あるいは市中公募によって発行するかは、景気動向や金融市場に及ぼす影響、金融政策の運営などの点からみて、かなり重要な問題を含んでいる。とくにわが国の財政が、長年の国債不発行主義から転換して国債発行に踏み切ろうとしている時だけに、この際こうした国債発行方式をめぐる根本問題を明確にしておくことは、今後国債発行がインフレーションへの道につながることを防止し、国債発行をわが国経済の安定的成長に寄与せしめるために、きわめて重要なことと思われる。以下においては、こうした観点から、国債発行方式の相違が、有効需要水準や金融市場に対し、どのような影響を及ぼすかなどについて、その考え方を整理してみよう。

## 2. 国債発行と有効需要

国債発行方式に関連してしばしばみられる主張は、日銀引受け発行でなければ効果的な景気刺激策とはなりえない、したがって今日の不況下においては国債発行は日銀引受けで行なうべきであるというものである。これについてはまず、国債発行と有効需要との関係を明らかにしておく必要がある。

もとより国債発行が有効需要水準にどのような影響を及ぼすかは、かなり複雑な問題である。たとえば国債発行が財政支出の増大に向けられるか、それとも減税に向けられるかによって、有効需要拡大に対する効果は、かなり異なったものになる。また財政支出の増大も、それが資本形成となる場合、財貨・サービスの経常購入に充てられる場合、社会保障費といった移転的支出に向けられる場合などで、それぞれその後の波及効果は相当異なったものとなる。また国債発行が完全雇用状態の下で行なわれるか、あるいは不完全雇用

状態の下で行なわれるかといった状況の相違によっても、有効需要の水準に及ぼす影響はいろいろ変わってくると考えられる。ここではその具体的な分析に立ち入る余裕はないが、総じていえば、国債発行の有効需要に及ぼす効果は、国債の発行方式いかんによって決定されるものではなく、まずそれに伴う財政支出の増加あるいは減税の規模いかん、さらにそれが民間経済活動に及ぼす波及効果いかんによって決定されるということである。

いま問題を単純化するために、国債発行によって調達した資金を減税に充てることなく、すべて財政支出の増大に向けることとした場合を考えてみると、まず経済の実物面では財政支出の増大によって即時的に財やサービスの流れを拡大させることになる。したがって民間部門からの需要を一定とすれば、国民経済全体としての有効需要は、財政支出増加分だけふえることになる。しかし実際には国債発行・財政支出の増大によって民間の経済活動も影響を受けるので、それが金融面から抑制されない限り、国民経済の有効需要総量は乗数的に拡大する。ただしこうした現象が完全雇用状態の下で起こるならば、物価の上昇を招くことになり、実質的に経済を拡大することにならないことはいうまでもない。

以上のような経済拡大効果を現実のものにするためには、経済拡大に伴う通貨の供給が、これに伴わなければならない。すなわち国債発行によって財政支出が増大しても、民間部門の消費や投資がこれに伴って増加するか否かは、通貨の供給をめぐる金融面の条件にかかるところが大きい。もっともこのうち、消費は所得水準との関連の方が強いので、金融によって最も直接的な影響を受けるのは民間投資であろう。しかしここで金融によって影響を受けるという場合、それは資金需給一般の問題であって、国債が市中公募によって発行されるか、それとも日銀引受けによって発行され

るかというような国債発行方式の問題とは、直接的に関連するものではないことに注目しなければならない。

国債を市中公募で発行した場合には、有効需要を拡大させる効果が乏しいという考え方のそこには、国債の市中公募と増税の経済効果を同一視することから生じている混乱があるのではないかと思われる。なるほど財政規模を拡大する場合、その所要資金を増税でまかなおうと、あるいは国債の市中公募によって調達しようと、市中から国庫への資金吸い上げという金融市場への影響の点では一見変わりはないように見える。しかし、両者の経済拡大効果は決して同じではない。なぜならば両者とも財政規模が拡大するという点では同じであっても、その資金が増税でまかなわれた場合には、直接的にまず民間の可処分所得がそれだけ削減されるのに対し、国債の市中公募によって財政規模が拡大する場合には、資本市場において民間事業債などの競合は起こるが、民間の可処分所得を削減するという事は起こらないからである。したがって、金融面から需要増加抑制措置が講じられない限り、前者に比し、後者の場合には有効需要拡大効果が大きいといわなければならない。

以上要するに、国債発行によって財政支出の増大や、減税が行なわれる場合には、金融面から抑制されない限り、財政支出増大や減税による乗数効果を通じて、国民経済全体の有効需要水準を高めるのであり、それは国債発行が市中公募で行なわれようと、また中央銀行引受けで行なわれようと同じことである。経済規模拡大の効果は、直接的には国債発行額、つまり財政支出増大や減税の規模に依存するのであって、国債発行方式によって差が生ずるのは、金融市場に対する影響という側面についてである。そしてそこに以下述べるような金融調節上の問題が生ずるのであって、国債

発行方式について注目すべきは、まさにこの点にあるといわなければならない。

### 3. 国債の市中公募と金融市場

国債発行は、日銀引受けでなければ有効需要を拡大させる効果はないという見方は、他面では市中公募発行は必然的に金融市場や資本市場のひっ迫をもたらし、民間の資金調達を困難にするという考え方につながっている。以下この点についてやや具体的に検討してみよう。

まず国債の市中公募が金融市場に及ぼす影響について考えてみよう。財政資金の動向と金融市場との関係において、基本的なものは、財政資金対民間収支戻の引揚超過が金融市場をひっ迫させる要因となり、反対に散布超過が金融市場の緩和要因となるということである。この点からいえば、国債を市中公募によって発行することは、それ自体をとらえてみれば、それだけ市中の資金を国庫に吸い上げることを意味し、したがって財政資金の対民間収支戻の引揚要因となることは確かである。このことから、次のような議論が生まれてくる。すなわち、国債の市中公募は金融市場のひっ迫を通じて民間部門の有効需要の増加を抑制ないし場合によってはこれを減少させ、その結果財政支出増大の効果を相殺するというのである。しかしはたして国債の市中公募は不可避免的に金融市場をひっ迫させるであろうか。

先にも述べたように、なるほど国債の市中公募は、財政資金の引揚げを通じて金融市場をひっ迫させる要因ではあるが、反面その資金が支出されれば、財政資金の散布を通じて金融を緩和させる。したがってやや長期的にみて、国債が発行されてその資金が支出されるまでの段階でみれば、財政資金の引揚げと散布は同額となって、国債の市中公募は金融市場の繁閑にとって中立的なものとなる。もちろん国債発行と、それに伴う財政支

出との間のタイムラグを考えるならば、国債の市中公募は必ずしも金融市場に対して中立的ではない。ただ通常は国債発行と財政支出とは、金額に大小の差があっても併行して行なわれるはずであるから、実際に国債発行が金融市場に及ぼす影響は、両者の差額によって生ずるものであり、国債の市中公募額そのものが金融市場をひっ迫させる要因となるものではない。したがって、後に述べる中央銀行の金融市場調節措置がない場合でも、国債の市中公募によって生ずる金融市場ひっ迫の影響は一見考えられるほど大きなものではないことが多いと思われる。

また、一定期間の国債の発行額が財政支出を上回ることによって財政資金の引揚超過が生じて、市中に過剰な現金準備（日銀預け金を含む）があれば、金融市場のひっ迫現象は起こらない。もちろんわが国の実際においては、多額の過剰現金準備が市中に存在するといった事態は当面考えられないであろうから、これは特殊なケースとも考えられるが、わが国の財政資金の対民間収支は、長期国債が発行されていない時でもかなり大幅な季節変動を繰り返しているので、財政資金の散布超過の時期に国債の市中公募が行なわれ、逆に引揚超過期に国債発行を財源とする財政支出が行なわれるならば、財政収支の季節変動はむしろ平準化され、金融市場のひっ迫・緩和要因としての財政の影響力を弱めることも考えられぬではない。

さらに所要の財政資金がまず政府短期証券の発行によって調達され、それによる財政支出が行なわれた後に国債が発行されれば、国債発行による財政資金引揚げが生じて、その段階では金融のひっ迫は起こらない。とくにわが国のように政府短期証券がほとんど全額、中央銀行引受けによって発行されている場合には、このことはいっそう明白である。

このように、国債の市中公募は財政資金の引揚要因であるとしても、実際に金融市場をひっ迫させる影響力としては比較的小さいこともあれば、場合によっては、ほとんど金融市場をひっ迫させないこともある。もちろん国債の市中公募が行なわれた場合の金融市場への影響が、常にこうした状態にあるとはいえない。国債発行の規模やタイミングは金融市場の状況をにらみあわせて、慎重に選ぶべきではあるが、なんらかの事情で財政資金の揚超期に国債の市中公募が行なわれ、金融市場をいっそうひっ迫させる要因となるような場合を想定して考えてみよう。このような場合には、中央銀行はそうした攪乱要因を除去するような措置を講ずることができる。たとえば国債の市中公募によって金融ひっ迫が生ずる場合、中央銀行は公開市場操作のほか貸出政策、支払準備率の引下げなどの諸手段を必要に応じて運用することにより、市中で不足する現金準備の量を調整することができる。この場合景気動向にかくべつ問題がなければ、中央銀行は金融市場のひっ迫要因を全面的に相殺するような措置を講ずることもできるし、景気の前途に過熱のおそれがあると判断した場合には、こうした中央銀行信用供与の条件・態度をきびしくして、金融市場を引締まりぎみに運営することもできる。このような措置を採るのは、中央銀行として当然の行動であって、それは国債の発行があろうとなかろうと全く同じことである。

つぎに国債発行が資本市場に及ぼす影響を考えてみよう。国債の市中公募は資本市場における金利の上昇、民間起債に対する圧迫を通じて、民間企業の投資意欲を抑制し、景気に対してデフレ的圧力を加える傾向があるといわれている。しかしこの点については、経済金融情勢いかにによって異なるので、一律的な断定を行なうことは誤まりである。一般的にいうならば、景気刺激が必要な

不況期は、資本市場もゆるんでおり、国債消化が比較的順調にできる時期であるということができよう。こうした時期には、長期国債の発行が適正な規模で行なわれるかぎり、資本市場にひっ迫が生ずることは通常ないはずである。もっとも国債発行による景気刺激策がとられる場合といっても、景気の局面や不況の性格などによってさまざまな場合がありうるから、現実の資本市場がその場合常に必要とされるだけの国債消化能力をもっているとは限らないであろう。また資本市場の規模は、その時々金融の繁閑に影響されるばかりでなく、そのほかその国における直接金融の比重、金融機関の中央銀行依存の状態などの構造的・制度的側面や、あるいは起債の技術的条件などの要因によって制約されることも少なくない。したがってこうした面を考慮すれば、まとまった額になりがちな国債の市中公募は、通常の社債などに比して資本市場をひっ迫させることが多いということは一応考えられよう。しかしその場合でも、金融組織全体としてみれば、そのような国債発行が民間投資を抑制する効果を打ち消すメカニズムはいろいろ存在している。たとえば、中央銀行は、公開市場操作などによって金融市場の流動性を増加させることにより、資本市場の規模自体を拡大させる政策をとることも、ある程度は可能である。またかりに国債発行によって民間の起債が押えられたとしても、企業にとっては金融機関からの借入によって資金を調達するというルートも残されている。そしてその場合の金融機関の信用供与態度も中央銀行の金融政策いかんによって相当程度左右することができるのである。もちろん以上のような中央銀行の政策が許されるのは、そうした政策によって弊害が生じないと認められる限度においてであることはいうまでもない。

こうした事情については、国により、企業の資

金調達方式の相違、金融機関のあり方の相違などによって、その程度は異なるであろうが、わが国のように金融組織の中に占める銀行の比重が著しく高く、しかも銀行業務が長短金融の両部門にまたがる、いわゆるミックスド・バンキング・システムが採用されている場合には、国債の市中公募が資本市場をひっ迫させ、ひいては企業の投資を抑制する作用を、金融政策によって相殺しうる可能性が大きいといえよう。とくにわが国では、起債市場においても、金融機関なかんずく銀行が、債券消化に圧倒的な比重をもっているから、起債市場の規模自体が銀行の動向いかんによってかなり弾力的に伸縮すると考えられる。そしてもし、以上のような諸条件を考慮しても、なお国債の市中公募と民間の資金調達とが競合し起債市場がひっ迫するといったような場合は、国債・地方債・民間債その他全債券の発行総額の規模が問題なのであって、その場合には利回りの上昇が生じ、各種債券それぞれの規模の圧縮が起こらざるを得ないであろう。このような市場の法則には、すべての債券が従うべきであり、国債といえどもその例外ではない。その場合は国債発行を繰り延ばすなり、発行規模を縮小するといった措置が必要な状況とみるべきであろう。このように市中の消化能力に応じて国債発行額を調整することこそ、国債発行の歯止めとしての市中公募の意味があることを見のがしてはならない。

以上の点から明らかなように、国債の市中公募は必ずしも不可避的に金融のひっ迫を招くものではなく、金融がひっ迫するかあるいは緩和するかは、基本的には中央銀行の現金通貨供給態度いかんにかかっているといえることができる。したがって景気動向に過熱の兆候がみられず、金融緩和政策ないしは中立的金融政策を採用しうる状況においては、実物面における財政支出増大の景気刺激効果は、たとい、国債の市中公募発行方式をとっ

た場合でも、金融面から押えられることはなく実現することが可能である。もちろんこの場合、経済の拡大に伴って、市中の現金通貨必要量は増大するから、これに対し中央銀行としては買オペなどの措置を通じ、適正な現金通貨を供給する必要があることはいうまでもない。つまり中央銀行の金融調節は、季節的要因や国債発行を含めた財政面からの金融緩和ないしはひっ迫要因を適切に調整し、こうした操作を通じて経済拡大に必要な現金通貨を供給すればよいのである。このことは預金通貨を含む通貨供給総量についても、基本的には同じであり、それを決める最も重要な要因はやはり経済規模いかんであって、国債発行方式や発行額自体とは直接的な関係はないということができよう。

こうした金融調節の態度は、今まで国債が発行されていない情勢の下で行なわれてきたものと基本的にはなんら変わることはない。国債の市中消化策として経済成長に必要な額以上の現金通貨供給が必要であるといったような意見もあるが、かりにそのようなことが行なわれたとしても、経済拡大に見合った額を上回る過剰な現金通貨は、貸出の返済などを通じて日本銀行に還流するほかはないのである。

#### 4. 中央銀行引受けによる国債発行とその問題点

国債が中央銀行引受けによって発行される場合には、発行それ自体は、中央銀行の対政府信用と政府当座預金をそれぞれ国債発行額と同額だけ増加させるだけであって、金融・資本市場も有効需要水準もなんらの影響を受けない。しかしこうして調達された財政資金が支出されると、それは実物面では即時的に財やサービスの流れを拡大させるとともに、他方金融面では支出額と同額の現金準備が追加的に供給されることになる。こうした場

合金融市場はかなり急速なテンポで緩和し、場合によっては過剰流動性の発生、金利の異常な低下が起こるであろう。国債の中央銀行引受けは、このように実物面における需要増大と金融面における金融緩和現象の双方から、民間部門の経済活動を刺激する効果をもっている。このことは、市中公募の場合、金融政策による調整を別とすれば、財政支出の増大はあっても金融面の緩和が自動的に伴わないことと比較して顕著な特色である。

中央銀行は、国債が中央銀行引受けで発行された場合でも、売オペなどの措置を通じて市中の流動性を吸収し、金融の異常な緩和を避けることも可能である。しかし中央銀行引受けによる国債発行が継続している状況の下にあっては、売オペが実施されても、その反面たえず市中に対する流動性の供給が行なわれており、それと同時に有効需要の拡大も進行している。こうして経済の拡大が進めば、それに伴って必要通貨量も増大するから、中央銀行の過剰流動性吸収策も、それは経済拡大を追認した事後的措置にすぎず、その結果金融のひっ迫を招くことなしに経済拡大、信用膨張が進行することになる。

こうした事態も、景気停滞期にあってはそれほど問題は生じないかもしれない。しかし中央銀行引受けによる国債発行は、市中流動性、景気情勢のいかんにかかわりなく、機械的に財政支出と同額の流動性を追加供給するものであり、そのためとかく過度の信用膨張、景気過熱を招きやすい性格を持っている。国債の中央銀行引受けが行なわれている中で、ひとたび景気過熱が生じた場合には、金融引締め政策は著しい困難に直面する。なぜならば、中央銀行が売オペなどの措置を通じていかに流動性吸収に努めても、財政面から機械的に流動性が供給され、売オペ措置の効果を打ち消してしまうし、さらに民間の資金需要が旺盛なた

め売オペの実施自体が困難となるからである。したがって、中央銀行引受けによる国債発行が継続している状況の下では、金融引締め政策も、その実効を期し難いといわざるを得ない。

このほか、中央銀行引受けによる国債発行は市中公募と異なり、その発行額が市場の条件に制約されることがないから、発行条件も市場の実勢から離れて低く定められがちだという点にも注意しなければならない。その結果は、財政の安易な膨張を招くだけでなく、中央銀行が引き受けた国債を市中に売却しようとする場合にも、発行条件の関係からそれが制約され、結局こうした面から金融政策の円滑な運営をさまたげることになりかねないのである。

以上の点から、国債の中央銀行引受けがインフレーションを招来するきっかけとなりやすいものであることは明らかである。実際にもわが国は過去において、国債の日銀引受けによるインフレーションの苦い経験をもっている。また諸外国の中央銀行においても、財政インフレーションを阻止するために、国債の中央銀行引受けを排すべきであるという考え方は、今日すでに常識化しているといつてよい。それは過去の多くの体験と、中央銀行引受けのインフレ的性格に対する深い洞察に由来するものといえることができる。

## 5. 今後の課題

以上述べたところから明らかなように、国債発行の経済拡大要因としての大小は、それに基づく財政支出の増大あるいは減税の規模にまず依存するのであり、それを金融面からどの程度さきえるか、あるいは押えるかは、中央銀行が景気情勢に対応して全体としての現金準備の供給をいかにするかという判断によって決まるのであって、国債が市中公募によって発行されるか、あるいは中央銀行引受けによって発行されるかという発行方式

の差によって決まるものではない。したがって国債発行は、それが市中公募であっても十分景気刺激策としての意味をもちうるものであることを認識しなければならない。

しかも先にも述べたように、景気刺激策を必要とするような景気停滞期は、その度合は時によりさまざまであるにしても、通常国債の市中消化が進みやすい時期であり、かりに諸種の条件により円滑な市中消化が制約されている場合でも、金融政策によってその制約を緩和することが可能である。そのような時期に、国債発行を安易な中央銀行引受けによることは、将来にわたって禍根を残すことになるであろう。国債の市中公募と中央銀行引受けとの最も重要な相違は、前者が中央銀行の金融調節機能を損うことなく、したがって中央銀行は景気情勢に対応して金融引締め措置もあるいは金融緩和措置も適宜採用しうるのに対し、後者は景気過熱期における金融引締め措置の実施を困難にするという点にある。この点は、中央銀行の金融政策にとって決定的に重要な問題である。しかも中央銀行引受けによる国債発行は最も安易な方法であるだけに、ひとたびこの方法が採用されると、それを中止したり、あるいは市中公募に切り換えたりすることはきわめて困難であろう。国債発行に際して市中公募の原則が強調されるゆえんはここにある。

しかし市中公募によって発行されていさえすれば、国債発行には全然問題がないかといえば、そうではない。まず第1に、景気情勢の推移に対応して、財政面からの有効需要刺激策は極力弾力性を保持することが望ましく、その意味で国債発行額は情勢に応じて機動的に伸縮されることが必要である。第2に、市中公募といっても、国債価格支持政策によって、それがさきえられているものであってはならないということである。国債価格支持政策は国債金利の財政負担を軽くし、しかも

国債消化を円滑にするというねらいをもっているが、反面それは金融政策の効果を著しく阻害するものであることは、第2次世界大戦から1951年までの米国や英国の事例をまつまでもなく明らかである。最後にあげたいのは、公社債市場の未整備というわが国の実情に関連した問題である。わが国の公社債市場では今まで政府保証債・地方債・金融債・社債が発行されてきたが、市場機能が十分働いているとは必ずしもいい難い状況にある。こうした状況の下で国債発行を行わなければならないとすれば、当面は従来の政府保証債に準じた方式が採られることはやむをえないとも

いえよう。しかし、そのような市中公募方式には発行条件や消化先などにいろいろの問題があることも否定できない。もし公社債市場が整備され、市場において形成された価格で、自由な国債の売買が可能となり、起債条件もそこにおける利回りに基づいて決定されるようになるならば、市中公募が国債膨張の歯止めとして真の効果を発揮するであろうし、また危惧されているような国債消化に伴う資金偏在激化のような問題にも解決の端緒が開けるであろう。国債発行を目前にひかえて、公社債市場の育成は、きわめて重要な課題であるといわなければならない。

## <補論> 国債発行と資金循環

### 1. 国債発行の金融的影響(消化先別)

本文では国債発行の影響を中央銀行引受けと市中公募に大別して論述してきたが、市中公募の場合でも個人消化、企業による消化、銀行による消化、銀行以外の信用媒介機関による消化などがあり、それぞれのケースに応じて国債発行の影響も若干異なるので、この点について、資金循環分析の角度から説明を補足してみよう。

#### (1) 個人消化の場合

国債が個人部門によって直接消化される場合でも、現金で購入されるか、それとも銀行預金を引き出して購入されるかによって、影響は若干異なってくる。まず個人が現金で国債を購入する場合には、従来ならば預金や株式取得などに充てられるはずの個人貯蓄が、国債の購入に振り向けられることになるから、個人部門の資産構成に変化が生ずるのである。また、個人が銀行預金を引き出して国債を購入する場合も、個人の資産構成に変

化が生ずる点では同じであるが、この場合には、財政資金の引揚げとともに銀行の現金準備が減少することになる。

その後、国債発行による財政支出の増加に伴って、個人部門への現金支払も増加する。その一部は個人部門に滞溜するが、残りは銀行預金の増加という形で銀行に還流し、銀行の現金準備は増大することになる。

#### (2) 企業による消化の場合

企業部門が資金繰り上の余裕資金で国債を購入する場合、企業は預金通貨で国債買入代金を支払うのが普通であろう。したがって、財政資金の引揚げとともに、銀行の現金準備は減少することになる。その後、財政資金が支払われ、そのうち企業部門の売上収入になった部分は政府小切手で銀行に預入されるので、その分だけ銀行の現金準備は増大することになる。

なお、わが国の企業は借入依存度が高く、その流動性には余裕がない場合が多いので、企業が国

債を購入した後に、新しく資金需要が生じたときには、国債の売却か銀行借入によって資金を調達することが必要であろう。前者つまり国債売却の場合には、その買入先が個人部門であるときには前述の個人消化の場合と同じ影響が生じ、また買入先が銀行であるときには次に述べる銀行消化の問題につながってくる。

### (3) 銀行消化の場合

米国のように国庫金の市中預託制度が採用されている場合はともかくとして、わが国の国庫金制度の下では、銀行が国債を消化すれば、財政資金の引揚げとともに、銀行の現金準備は前述の個人および企業消化の場合と異なり、預金勘定と無関係に減少することになる。その後、財政資金が民間部門に散布されると、さきに述べたように個人部門および企業部門からの銀行預金が増加し、現金準備がふえることになる。しかし個々の銀行にとっては、当初の国債消化額と必ずしも同額の預金が還流してくるとは限らない。個々の銀行はこのギャップを埋めるために、コール・マネーの取入れや中央銀行信用に依存しなければならない。この場合、銀行組織全体としてみれば、現金通貨の流出額に相当する現金準備の不足額だけは、中央銀行信用による補てんが必要であり、もしその補てんが行なわれないと、銀行の貸出増加額あるいは債券消化額は圧縮されることになろう。

### (4) 銀行以外の金融機関による消化の場合

銀行以外の金融機関としては各種の貯蓄機関、生命保険会社があるが、ここでは典型的な信用媒介機関である生命保険会社についてみよう。

生命保険会社は主として個人部門の貯蓄資金を吸収して、これを貸出および各種の証券に運用しているが、国債の購入は新規資金の導入がない限り、他の金融資産への運用額をそれだけ減少させることになる。また生命保険会社は取引先の銀行

に預金口座を有しているので、国債の購入代金の国庫への吸上げは銀行の現金準備の減少を通じて行なわれる。一方、財政資金が民間部門に散布されると、個人所得の増大ひいては個人貯蓄の増加を通じて、生命保険会社の資金量も増加することになる点については、他の場合と同様である。

### (5) 中央銀行引受けの場合

中央銀行が国債を直接引き受ける場合には、政府当座預金が増大するが、それが財政支出に充当されるに従って、財政資金の対民間収支は払超となる。市中公募の場合、国債の発行段階において銀行の現金準備がまず減少したのに対し、中央銀行引受けの場合には、銀行の現金準備が一方的に追加供給される点が特色である。そのため、中央銀行引受けの場合には金融市場は緩和し、銀行の信用のオペラビリティは増大することになろう。

### (6) 要 約

以上、国債発行とこれに基づく財政資金の散布の影響を、国債の消化先別にみてきた。

個人部門および企業部門が銀行預金を引き出して国債を購入する場合、および生命保険会社のような信用媒介機関が国債を購入する場合は、いずれも銀行による消化の場合と同様に、国債消化によって銀行の現金準備は減少し、その限りにおいて金融市場のひっ迫要因となろう。この場合、中央銀行としては経済金融情勢に応じて、ある時は前記ひっ迫要因を全面的に除去し、ある時は一部除去するなど、適宜、銀行の現金準備の調整を行なうことが可能である。その後財政資金が散布されると、銀行の現金準備は増加する。しかし、経済成長に伴う流通現金のリーク分だけは銀行の現金準備は不足するから、中央銀行の追加的な信用供与が必要となろう。

これに対して中央銀行による国債の直接引受け

の場合には、それによる財政支出の進捗とともに、銀行の現金準備は景気情勢にかかわらず、追加的に供給され、金融市場は緩和する。したがって、この場合には中央銀行は売オペレーションなどの操作によって、できるだけ過剰流動性を吸収する必要が生ずる。

## 2. 国債発行と通貨供給

次に国債の発行方式と通貨供給高(total money supply)との関係について、論点を整理してみたい。

一般的にあって、通貨供給高は主として経済の活動規模に応じた取引決済の需要面から決定されるであろう。いま国債発行との関係についていうならば、民間部門の通貨に対する需要は、国債発行に基づく財政支出の波及効果を織り込んだうえでの経済全体としての有効需要水準との関係によって決まるものとみなければならない。

いうまでもなく、現金通貨は中央銀行によって、預金通貨は銀行によって、それぞれ供給されるので、民間部門に対する通貨供給高の動きは、中央銀行と銀行を一体化した、いわゆる統合金融部門(consolidated money and banking sector)の勘定面に示されるであろう。この間のプロセスを、銀行消化と中央銀行引受けの二つの仮設例によって敷えんしてみよう(付表参照)。

### (1) 銀行消化の場合

いま、かりに国債発行の全額100が銀行によって消化されたとしよう。まず、国債発行による財政資金の引揚げによって不足する銀行の現金準備を補てんするために、中央銀行信用の供与100が行なわれたとする(I段階)。次に、政府は国債発行によって取得した資金100を民間部門に支出するが、所得循環のプロセスを経由した後、10が個人部門の現金通貨として流出し、30が企業部門の預金通貨として、60が個人部門の貯蓄性預金とし

て、それぞれ銀行に還流したとする。そのため、銀行の現金準備(中央銀行預け金)も90増大する(II段階)。銀行はこの現金準備の増加90をもって、既往の中央銀行信用の減少に充てることができる(III段階)。(なお、ここでは設例の簡単化をはかるため、銀行預金の増大に伴う法定準備預金の積み増しを考慮しなかった。)

次に企業部門の資金需要により銀行が貸出増加100を行なったとしよう(IV段階)。借入金企業部門によって投資支出に充てられ、所得形成が行なわれる。預金通貨供給額100のうち、40は企業部門内における中間取引の決済に用いられるが、残り60が個人部門に対する給与所得として支払われ、うち50が個人部門の貯蓄性預金として銀行に預入され、10が個人部門の現金の保有増加に充てられたものとする(V段階)。そこで、中央銀行は銀行の現金準備の不足分10を買オペレーションなど中央銀行信用の供与によって補てんしたとする(VI段階)。

以上の仮設例の諸取引を集約すると、付表の集計欄ようになる。統合金融部門のバランスでは、通貨の供給増加90(うち現金通貨20、預金通貨70)、貯蓄性預金増加110に対して、見合い資産は貸出金増加100、国債保有100となっている。この仮設例における通貨の供給増加90は、与信面の200と貯蓄性預金の増加110の差額である。

### (2) 中央銀行引受けの場合

次に中央銀行が国債発行の全額100を引き受けた場合について説明しよう。まず、中央銀行の国債引受けによって政府当座預金が増大する(I段階)。次に政府はこれを民間部門に支出するが、所得循環の一定のプロセスを経由した後、前記(1)の場合と同じ仮定により、10が個人部門の現金通貨として流出し、30が企業部門の預金通貨として、60が個人部門の貯蓄性預金としてそれぞれ銀

行に還流したとする。その結果、銀行では預金90の増加により、現金準備(中央銀行預け金)も90増大する(Ⅱ段階)。中央銀行が銀行の現金準備の余剰分90を売オペレーションなどにより吸収すれば、それは中央銀行の対市中信用がそれだけマイナスとなったことを意味する(Ⅲ段階)。

次の段階で企業部門の資金需要により銀行が貸出増加100を行ない、以下、(1)「銀行消化の場合」で述べたと同じ仮定のプロセスが繰り返されたとして、これらの諸取引を集約すると、集計欄のような結果が得られる。さきの銀行消化の場合に比べて、中央銀行と銀行のそれぞれのバランス面では、著しい相違がみられるが、しかし統合金融部門においては全く同じような結果がえられている。このことは、民間部門の必要通貨量が一定であるならば、国債発行方式のいかんを問わず、通貨の供給増加量は同じであることを示すものである。

### (3) 要 約

さきに通貨供給高は主として経済の活動規模に応じた取引需要の大きさによって決まると述べたが、この場合、統合金融部門の信用供与額は銀行貸出にせよ、国債保有にせよ、有効需要水準の決定に関連をもっている。その意味で、通貨供給高の大きさは、国債発行額と関係はあるが、それが中央銀行引受けか銀行消化かという発行方式の問題とは直接に結びつくものではない。

しかし、それだからといって、国債発行の中央銀行引受と市中消化の相違を軽視することはできない。このことは、国債発行によって銀行の現金準備が一方的に供給されるか否かということに関連して、金融政策の運営について重要な問題を含んでいる。この点は本文において述べたとおりであるが、二つの仮設例における、統合金融部門に統合される前の中央銀行と銀行のバランス(集計欄)を対比することによりいっそう明らかとなる。

〔付 表〕

## 国債発行に伴う通貨供給

## 〔1〕 銀行 消

(I 段階)	中央銀行		銀行	
	対市中信用	政府預金	国債	中央銀行信用
	100	100	100	100
(II 段階)		政府預金 -100 銀行預り金 90 銀行券 10	中央銀行預け金 90	預金通貨 30 貯蓄性預金 60
(III 段階)	対市中信用 -90	銀行預り金 -90	中央銀行預け金 -90	中央銀行信用 -90
(IV 段階)			貸出金 100	預金通貨 100
(V 段階) (VI 段階)	対市中信用 10	銀行券 10		預金通貨 -60 貯蓄性預金 50 中央銀行信用 10

〔集 計〕	中央銀行		銀行	
	対市中信用	銀行券	国債 貸出金	預金通貨 貯蓄性預金 中央銀行信用
	20	20	100 100	70 110 20

## 統合金融部門

国債 貸出金	100 100	通貨 貯蓄性預金	90 (うち銀行券 20) 110
-----------	------------	-------------	----------------------

## 〔2〕 中央銀行

(I 段階)	中央銀行		銀行	
	国債	政府預金	中央銀行預け金	預金通貨
	100	100	90	30
(II 段階)		政府預金 -100 銀行預り金 90 銀行券 10	中央銀行預け金 90	預金通貨 30 貯蓄性預金 60
(III 段階)	対市中信用 -90	銀行預り金 -90	中央銀行預け金 -90	中央銀行信用 -90
(IV 段階)			貸出金 100	預金通貨 100
(V 段階) (VI 段階)	対市中信用 10	銀行券 10		預金通貨 -60 貯蓄性預金 50 中央銀行信用 10

〔集 計〕	中央銀行		銀行	
	国債 対市中信用	銀行券	貸出金	預金通貨 貯蓄性預金 中央銀行信用
	100 -80	20	100	70 110 -80

## 統合金融部門

国債 貸出金	100 100	通貨 貯蓄性預金	90 (うち銀行券 20) 110
-----------	------------	-------------	----------------------

(備考) 1. 中央銀行の「対市中信用」および銀行における「中央銀行信用」は中央銀行の諸政策手段によるもののすべてを含む。  
2. 簡単化のため、便宜、銀行預金の増加に伴う支払準備の増加はないものとした。

## のメカニズム (仮設例)

### 化 の 場 合

政 府		企 業		個 人	
当座預金 100	国 債 100				
当座預金 -100 (支 出 100)		預金通貨 30		現金通貨 10 貯蓄性預金 60	
		預金通貨 100	借入金 100		
		預金通貨 -60		現金通貨 10 貯蓄性預金 50	
政 府		企 業		個 人	
	国 債 100	預金通貨 70	借入金 100	現金通貨 20 貯蓄性預金 110	

### 引 受 け の 場 合

政 府		企 業		個 人	
当座預金 100	国 債 100				
当座預金 -100 (支 出 100)		預金通貨 30		現金通貨 10 貯蓄性預金 60	
		預金通貨 100	借入金 100		
		預金通貨 -60		現金通貨 10 貯蓄性預金 50	
政 府		企 業		個 人	
	国 債 100	預金通貨 70	借入金 100	現金通貨 20 貯蓄性預金 110	