

# 欧米諸国における国債管理政策

## 〔要 旨〕

1. 国債発行は単に財政だけの問題ではなく、金融市場にも大きな影響を及ぼす。したがって戦後における米・英・独・仏諸国の国債管理政策は、財政上の要請に応えると同時に、金融面への影響についても配慮しており、財政・金融両面からの要請を調和するよう努力を払っている。
2. まず国債の発行は、市中公募によって行なわれ、その消化にあたっては市場原理が尊重されている。この場合、単に利回りを市場の実勢によって決定するだけでなく、需要にマッチしたタイプの国債を発行したり、借換えの時期を季節的な金融緩和期にあわせるといった配慮がされている。また国債の最低券面額が比較的小さいのも、国債の消化面から注目される点である。
3. 国債発行残高の多寡が国債管理政策の比重やあり方を決定する重要な要因であることはいうまでもないが、同時に国債の満期別構成・保有者別構成、あるいは市場債と非市場債の割合いかんもまた国債管理上の大きな関心事である。特に米・英両国では戦後国債の短期化傾向が著しく、またその弊害も大きいので、借換え操作を中心に国債の満期別構成を長期化する政策が採られている。
4. 国債価格の安定や国債の金利負担軽減を図ることは、それ自体、国債管理政策の目標の一つであるといえるが、このために金融政策の弾力的運営が制約され、経済の安定が阻害されてはならないのである。このような観点から、戦後における米・英両国の国債価格釘付け政策は1951年に廃止された。しかし、それ以後においても政策当局は国債価格の動向に大きな関心を払っており、現に国債市場に混乱が生じた場合には政策当局が国債価格に介入することがあるが、これは市場の秩序を維持する一時的措置であり、国債価格の釘付け政策とは、本質的に異なるものである。

## 〔目 次〕

### は し が き

#### 1. 国債管理政策の意義とその背景

#### 2. 国債の発行とその消化策

##### (1) 市場原理の尊重

##### (2) 国債消化のための努力

#### 3. 国債構成に関する諸問題

##### (1) 国債構成の短期化傾向とその影響

##### (2) 国債長期化政策

#### (3) 貯蓄国債の問題

#### 4. 国債価格に対する介入

##### (1) 1951年までの国債価格支持政策

##### (2) 1951年以降の国債価格安定策

##### (3) 米国におけるビルズ・オンリー政策

#### 5. むすび——国債管理政策と金融政策の 関係

## は し が き

わが国の財政は長年にわたって均衡を維持し、財源調達的手段として国債が活用されることは久しくなかった。昭和41年にはいって本格的な長期国債の発行をみるに至り、このような均衡財政の姿は大きく変貌し、今後とも国債発行は積極的に進められようとしている。国債は、いうまでもなく、財政資金の調達手段であり、その意味で財政問題の対象であるが、同時に、その起債が資本市場で行なわれ、しかも発行後の国債は重要な金融資産の一つとして機能するものであり、したがって国債の発行は今後の金融のあり方や金融政策の動向にも大きく影響すると考えられる。このように国債はまさに財政と金融の接点であり、今後国債に関する政策については、財政面と金融面の双方から検討が行なわれなければならないであろう。

このような観点から、既にわれわれは、戦後国債発行に関して豊富な先例を持つ欧米諸国の実情を調査したが(本誌昭和40年10月号所載「欧米主要国の国債事情」)、本稿は特に国債管理政策上の諸問題について、米国・英国・西ドイツ・フランスの4か国がどのような措置を講じてきたか、またそれはどのような考え方に基づくものであるかを検討したものである。もちろんここで取り上げた4か国についても事情はいろいろ異なっており、必ずしも同じような問題が存しているわけではない。したがって、各国の国債管理の実情も各国独自の背景と内容を持っている場合が少なくないが、その中から比較的共通した主要なテーマを取り上げることとした。

### 1. 国債管理政策の意義とその背景

古典的財政観によれば、赤字財政は緊急の場合に限り認められるものであり、したがって国債残高もできるだけ早く償還されることが望ましいと

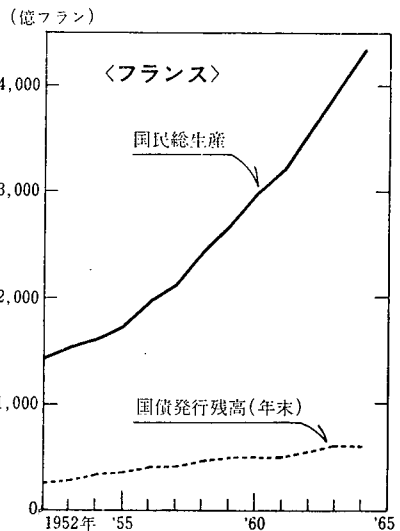
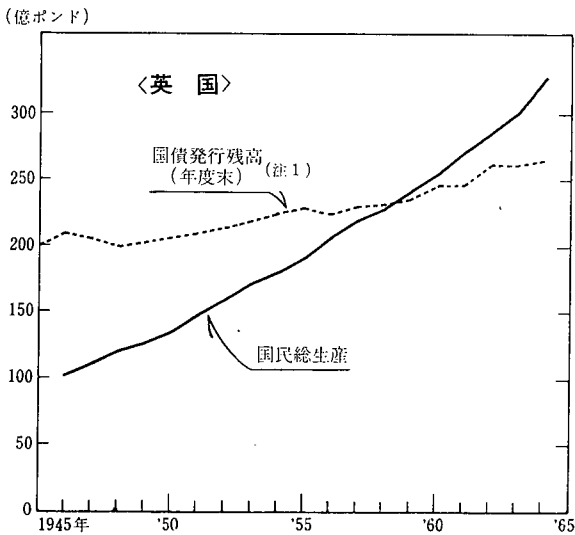
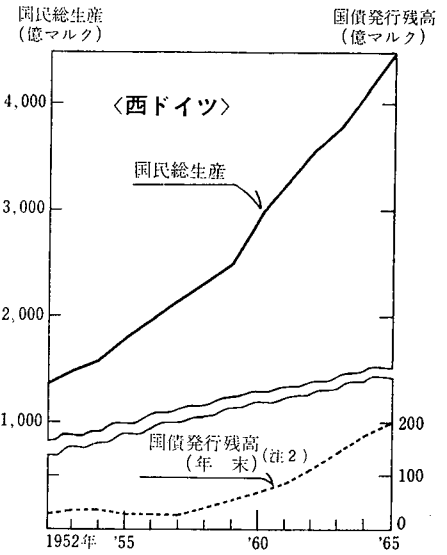
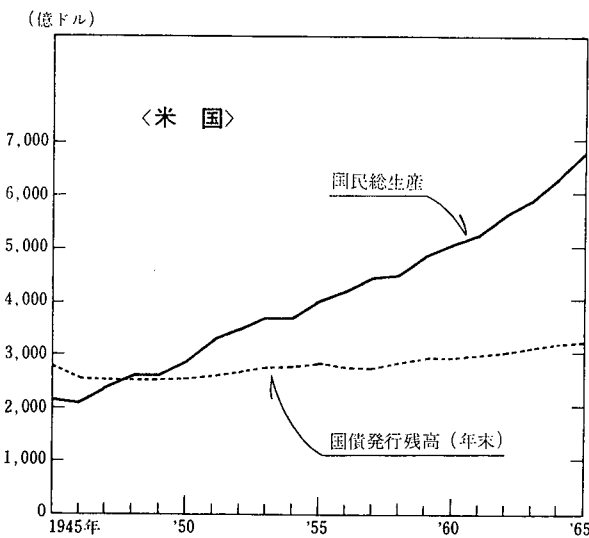
考えられていた。しかし、近代的財政観が発展するにつれて、赤字財政は必ずしも罪悪視されないようになり、それとともに、国債残高についても、償還を急ぐよりもこれを適切に管理することに重点が置かれるようになった。特に米・英両国では、戦後、国民経済に占める国債の比重が非常に高くなった結果、適切な国債管理なしに経済政策を進めることはできなくなったといえる。

ところで、国債管理(debt management)の内容は、必ずしも明確ではない。この言葉は広く解される場合もあれば、ごく限定して用いられる場合もあるが、一般的には、国債の発行・償還・借換えに関する政策であると考えられている。ただしこの場合、国債の発行量をどの程度にするかは財政政策上の問題であって、国債管理政策の問題とは考えられていない。国債管理をこのように解する場合、そのねらいは、まず第1に、財政資金を低利かつ容易に調達することに置かれており、そのためには国債に対する需要の増大と国債市場の安定を図ることが必要とされる。しかし、国債は財政資金調達的手段であると同時に、重要な金融資産であって、満期別、所有者別、さらには市場債と非市場債といった国債の構成や、残高の増減、利回りの動きは、金融市場の動向に大きな影響を及ぼす。しかも、このような金融面への影響が中央銀行の金融政策にとってつねに好ましい効果をもたらすとは限らず、時としてはむしろそれを阻害することもあった。このような経験を通じて、国債管理操作の実施にあたって、金融政策の効果を十分に発揮させ、経済の安定的発展を確保するよう配慮すべきであるとの意見が次第に強まってきた。今日、欧米諸国における国債管理政策は、財政上の必要に応ずるという観点から運営されると同時に、金融面への影響も十分配慮しながら実施されているのである。

ただこのような国債管理がどの程度重視されているかは、各国における国債残高の多寡と密接な関係を持っている。それは、端的に言えば国債残高の多い国ほど、国債の存在に対する配慮が政策運営上重要な要素となるからである。この点については、欧米諸国においても事情は全く区々であり、国債残高と国民総生産を比較してみると、下図から明らかなように、米・英両国では相対的に

国債の比重が高く、これに対して、西ドイツ・フランスでは国債の比重が低い。これらの4か国は、いずれも第2次世界大戦中、戦費調達のため国債が著しく膨張したのであるが、戦後処理のやり方やインフレーションの状況、さらには今日までの財政運営の結果として、このような大きな相違が生じたものである。すなわち、西ドイツ・フランスの場合は、戦後急速にインフレーションが

国債残高と国民総生産の推移



(注1) 国債発行残高には外債・借入金・年金は含まれていない。  
 (注2) 国債発行残高は連邦政府債のほか、連邦鉄道債、連邦郵便債を含む。

進行し、また西ドイツでは、1948年の通貨改革によって政府債務の一部切り捨てを行なったという事情もあって、これら両国では戦時債務の負担は非常に軽いものとなった。しかし、戦後財政の運営をみると、フランスでは、設備近代化計画、植民地戦争、野心的な社会政策等の費用をまかなう必要があったため、1959年ころまでは年々国債残高が累積した。これに対し西ドイツでは、1958年ころまでは均衡財政が維持されていたが、その後次第に財政収支が悪化し、特に1962年以降は防衛費・公共投資の増大によって財政赤字は大幅になり、長期国債に対する依存が高まっている。一方米・英両国では、戦時債務がそのまま戦後に持ち越されることとなったため、戦後自由経済の復活とともに、国債の取扱いが大きくクローズアップされることとなった。戦後も両国の国債残高はおおむね増加傾向をたどったが、そのテンポは著しく鈍化したため、国民総生産に対する国債残高の比率は漸次低下している。しかし、現在なお米国の国債残高は国民総生産のほぼ半分の水準にあり、また英国の場合は国民総生産に近い国債残高を有している。

このように程度の差はあれ、米国・英国・西ドイツ・フランスの各国は、いずれも戦後いろいろと国債問題の処理について経験を持っている。特に米・英両国は、国民経済に占める国債の比重が高いだけに、国債管理上、多くの複雑な問題を抱えており、それだけ国債管理政策には大きな関心が向けられ、また実際にも重要な役割を演じている。戦後における国債管理政策の発展は、このように国債残高が著しく増加し、それだけ国債の存在が国民経済に大きな影響力を持つようになった結果であるといえることができる。

## 2. 国債の発行とその消化策

国債の発行にあたって、財政当局ができるだけ

有利な条件で、スムーズに消化されることを望むのは当然である。しかし発行者にとって有利な発行条件と消化の促進とは、往々にして矛盾するものである。またこの場合、無理な発行条件や過大な発行量を押し付けることがあれば、それは金融や財政の姿をゆがめる原因となり、結局経済の安定的な発展を阻害することになりかねない。そこでまず、国債の発行にあたり、各国において財政当局がどのような態度を採っているかをみてみよう。

### (1) 市場原理の尊重

わが国において、長期国債の発行に踏み切るにあたり、特に各方面から強調されたことは、国債発行がインフレーションの要因とならないように、市中公募の原則を守り、市場のメカニズムを通じて発行量を適当な枠に収めなければならないということである。このことは、欧米諸国の財政当局においても当然のこととして受け入れられている。

これを長期債について具体的にいうならば、まず国債の中央銀行引受けは最もインフレ的性格の濃いものとして、法律上これを認めず、あるいはきびしく制限している国が多い。また米国・英国・西ドイツ・フランスの4か国では、いずれも国債が証券取引所に上場されており、国債の発行条件の決定にあたって、取引所における価格、つまり市中における需給が反映させられている。いま米国および西ドイツにおける最近の起債条件をみると、第1表・第2表から明らかなように、市場における小幅な利回りの変化に対しては、まず発行価格の変更によって応募者利回りを調整するが、起債環境が明確に変化し、市場利回りと表面金利との格差が大きくなった場合には、表面金利そのものが変更されている。また償還期限もきわめて弾力的に決められており、市場の実勢にマッチした起債条件を作る一要因となっている。さらに国債発行の時期を慎重に選択することによ

(第1表)

## 米国における最近の中・長期国債の起債・借換えの事例

発行月	銘柄	発行価格	償還までの期間	応募者利回り	備考	長期債平均市場利回り
65年1月	4%長期債	94.60	5年1か月	4.09%	期限前借換	4.14
2月	4%中期債	100.0	1年9か月	4.00		4.16
5月	4¼%長期債	100.25	9年	4.21*	追加発行	4.14
8月	4%長期債	99.45	3年6か月	4.18*	〃	4.19
11月	4¼%中期債	100.0	1年6か月	4.25		4.34
66年2月	5%中期債	100.45	4年9か月	4.90	期限前借換	4.61
5月	4¾%中期債	100.0	1年6か月	4.88		4.57

(注) \* 印……表面金利、発行価格、償還までの期間により算出。

資料：Treasury Bulletin より作成。

借換え操作も容易になっている。

以上のような市中公募の原則、市場原理を守るという国債発行の態度は、短期債についても同様である。特に米・英両国では活発な政府短期証券(TB)の割引市場が形成されており、同時に政府短期証券は入札方式によって発行さ

(第2表) 西ドイツにおける公債(注1)の起債条件

(1965年1月～7月)

発行月	公債の種類	表面金利	発行価格	償還年限	応募者利回り(注2)	既発行平均市場利回り
1月	連邦政府債	6%	98	12年	6.24%	6.4%
〃	州債	6	98	12	6.42	
〃	市債	6	98	25	6.20	
4月	連邦郵便債	6	96	8	6.66	6.6%
〃	州債	6	96	9	6.70	
〃	市債	6	96	9	6.70	
5月	連邦鉄道債	6	94½	8	6.91	6.9
6月	州債	7	99½	15	7.20	7.1%
〃	州債	7	99½	15	7.07	
6～7月	連邦政府債	7	99½	15	7.07	7.2%
7月	負担平衡銀行債	7	99½	15	7.07	
〃	州債	7	99½	17	7.20	

(注) 1. 連邦政府債のほか、公共団体債、地方債を含む。

2. 表面金利の支払方法(年1回か2回)、期限前償還の有無を考慮して算出したもの。

資料：Monatsberichte der Deutschen Bundesbank (1965年5月号、8月号)。

て、国債発行による市場の混乱を避けるとともに、国債の順調な消化に資するという配慮も行なわれている。たとえば米国においては、満期日が毎四半期の最終日と定められている場合が多かったが、この時期は納税期で金融が繁忙な時期にあたり、巨額の借換え発行によって市場が動揺し、借換え操作も複雑となった。そこで、1957～58年から満期日が市場の比較的閑散な2月、5月、8月、11月の各15日に集中するよう整理が行なわれた。これによって市場の動揺と混乱が軽減され、

れている。したがって両国の政府短期証券レートは、金融の繁閑を最も敏感に反映しているわけである。ただ、より詳細にみれば、西ドイツ・フランスの政府短期証券は、米・英両国とは異なり、かなり特異な側面を持っていることも否定できない。

すなわち、西ドイツの場合には、短期証券の比重が著しく低く、流通市場も存在しない。またその発行条件は、ブンデスバンクが定める売り操作のレートと全く同じである。しかし、ブンデスバンクの売り操作に応ずるか否かは、全く市中金融機関の自由意思によるものであるから、売り操作の効果を確保するためには、売り操作のレートを市場の実勢から乖離して定めることはできない。事実ブンデスバンクは、売り操作のレートを金融情勢の変化に応じてきわめて弾力的に変更しており、このことは、たとえば1960年以降の公定歩合の変更が7回であるのに対し、売り操作レートの変更が実に25回にも及んでいることにもよく示されている。

一方、フランスの大蔵省証券については、戦前から大蔵省が発行条件を定めて市中に売り出すという方式が採られ、また戦後は市中金融機関に対し大蔵省証券の保有を義務づける制度(国債強制保有制度 *planchers d'effets publics*)が実施されてきたが、1963年4月以降は、金融機関保有の大

蔵省証券のうち、この強制保有分を越えるいわゆる自由保有分については、入札制が採用されるようになった。このような入札制の採用は、フランスの大蔵省証券制度においては初めての措置であり、それだけに金利メカニズムを活用しようというフランス当局の意欲のあらわれとして高く評価されている。

## (2) 国債消化のための努力

国債発行にあたって市場原理を尊重し、無理な起債を行わないことは、国債消化をスムーズに進める基本的前提であるが、そのほか技術的な側面からも国債消化の促進を考慮することが大切である。事実、欧米諸国においても、たとえば免税措置、取扱手数料、券面額、販売機構などの点で、さまざまな配慮が加えられている。

なかでも注目に値するのは、投資家の投資パターンを考慮してそれに対応したタイプの国債を発行しようという態度である。国債の消化先としては、金融機関、金融機関以外の機関投資家、企業、個人が考えられるが、これら投資層の投資態度には、それぞれ固有のパターンがあり、たとえばある層に人気のある国債も、他の層には魅力が薄いということもありうる。したがって、国債の発行にあたっては、その消化層を考慮して、それにマッチした条件、すなわち償還期限、券面金額、市場性などを決めることが必要となろう。欧米諸国において、国債の種類がかなり多いことや、米・英両国においては後述のように、個人投資家向けに貯蓄国債が発行されているのは、一つにはこうした財政当局の態度のあらわれとみることができる。

また国債の消化という観点から、券面金額の大小も一つの問題であるが、この点各国における国債の最低券面額は比較的小さいことが注目される。一般に短期国債は金融機関や企業の流動資産として保有されるというケースが多く、したがって最低券面額は長期国債に比較すると大きい

が、それでも米国は1,000ドル(360千円)、フランスは1,000フラン(約73千円)というようになり券面金額の小さいものを発行している例がある。長期国債は一般に最低券面額が小さく、たとえば、米国は50ドル(18千円)、西ドイツは100マルク(9千円)であるし、貯蓄国債はその性格上さらに券面額が小さいのが普通である(米国25ドル、英国10シリング)。このように各国における国債の最低券面額が小さいことは、国債消化層を多様化すると同時に、消化促進の一助となっている。

さらに戦後、起債環境の悪いなかで、国債消化を推進したフランスの実例も興味深い。フランスは戦後においても赤字財政が続き、これをまかなうために大量の国債が発行された特異な国であり、しかも個人消化の比重が非常に高いという点でも特色を持っている。もともとフランス人は国債を好む国民であるといわれているが、戦後のインフレーション期という悪い環境下だけに、国債の消化にはいろいろな苦心が払われた。すなわち国債の消化を促進するため、税制面で優遇措置が採られ、また元本がナポレオン金貨の相場にスライドするとか、あるいは利子が生産指数にスライドするといった特殊スライド条項を付するといった措置が採られたのである。このような国債投資に対する、やや行過ぎともみられるような優遇に対しては一面批判も強く、事実、最近発行された国債には特殊スライド条項もまた免税特典も付されていない。ただ、戦後のフランスにおいて、発行環境の悪い時期でも、市中で受け入れられる条件の国債を発行し、国民の貯蓄によって国債を消化させようという態度を採ってきたことは注目に値しよう。

## 3. 国債構成に関する諸問題

国債残高の多寡が、その国における国債管理の比重やあり方に対して大きい影響を及ぼすことは

いうまでもないが、同時に国債の満期別構成や保有者別構成もまた、国債管理上の重要な関心事である。なぜならば、仮に国債の残高が不変であるとしても、国債の満期別ないしは保有者別構成が変化すれば、その面から財政や金融市場に影響を及ぼすからである。既に述べたように、戦後の米・英両国では、国債の残高が著しく増加したうえに、国債の満期別構成が次第に短期化する傾向があったため、これが財政・金融面に影響するところが少なくなく、これにいかに対処すべきかが国債管理上の最も大きな問題となった。

### (1) 国債構成の短期化傾向とその影響

第2次世界大戦後、米・英両国とも国債の満期

別構成は著しく短期化した。その原因は、一つには、戦時中から戦後にかけて、財政資金調達にあたって比較的発行が容易で、利子負担の少ない短期債に多く依存したためであり、また一つには、戦後新規長期債の発行が減少した反面、戦前・戦中に発行した国債の償還期日が近づいたためである。このような国債の短期化傾向は、次の第3表・第4表からも明らかに読みとることができる。

国債の満期別構成の短期化は、財政当局にとっては第1に、償還資金調達のための国債発行や借換え操作の頻度と規模が大きくなることを意味している。このことは、財政当局の国債事務を繁雑

にするのみならず、情勢いかんによっては民間企業の資金調達や資本市場の動向にも悪影響を及ぼすという結果を招くことになりがちである。

第2に、国債の満期別構成が短期化すれば、国債の保有者別構成に変化が生じ、その結果国債市場の安定性をそこなう場合が少なくない。すなわち、国債の需要者のなかでも、商業銀行や企業は、その性格上、短期債や期近物といった流動性の高い国債に対する選好が強いから、国債の満期別構成が短期化することは、国債の保有者の中で商業銀行や企業の占める比重を高くする有力な要因となる。しかし、商業銀行や企業は、金融情勢が引き締まりに転じたような場合には、保有国債を売却する可能性が大きく、そ

(第3表)

米国における国債(市場債)の満期別構成

(単位・百万ドル、%)

	1946年6月末		1952年6月末		1955年6月末		1958年6月末	
	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比
1年以内	61,974	32.7	46,367	33.0	49,703	32.0	67,782	40.7
1～5年	24,763	13.1	47,814	34.1	39,107	25.2	42,557	25.5
5～10年	41,807	22.0	13,933	9.9	34,253	22.1	21,476	12.9
10～15年	8,707	4.6	5,586	4.0	17,242	11.1	26,999	16.2
15～20年	8,754	4.6	20,114	14.3	11,371	7.2	654	0.4
20年以上	43,599	23.0	6,594	4.7	3,530	2.3	7,208	4.3
合計	189,606	100.0	140,407	100.0	155,206	100.0	166,675	100.0
平均期間	9年2か月*		5年8か月		5年10か月		5年3か月	

(注) \*印……1946年2月末。

資料: Annual Report of the Secretary of the Treasury on the State of the Finances.

(第4表)

英国における国債(市場債)の満期別構成

(単位・百万ポンド、%)

	1935年3月末		1952年3月末		1955年3月末		1958年3月末	
	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比
大蔵省証券	371	6.6	2,334	15.0	3,024	17.5	2,938	16.6
長期国債	5,219	93.4	13,248	85.0	14,259	82.5	14,709	83.4
(5年未満)	142	2.5	2,891	18.6	3,025	17.5	3,115	17.7
(5～15年)	594	10.6	2,049	13.1	3,374	19.5	4,467	25.3
(15年以上)	4,483	80.2	8,308	53.3	7,860	45.5	7,127	40.4
合計	5,590	100.0	15,582	100.0	17,283	100.0	17,647	100.0

資料: Committee on the Working of the Monetary System; Report, 1959.

の意味で必ずしも安定的な国債保有層ではない。したがって、商業銀行や企業に国債保有が集中しすぎることは、金融引締め政策の効果を減殺するのみならず、国債市場を動揺させる原因となると考えられる。

第3に、このような国債の満期別構成の変化は経済全体の流動性にも影響を及ぼす。いうまでもなく、短期債は流動性の高い資産であり、一方、長期債は流動性の低い資産である。したがって、国債残高が一定であっても、たとえば、短期債や期近物の比重が高まることは、国債保有者が大きな資本損失をこうむることなく国債を売却する可能性を高めるものであり、そうした意味で、国債の満期別構成の変化は、経済全体の流動性の変化を通じて、金融政策の効果や景気動向に影響すると考えられる。

第4に、国債の満期別構成は金利体系にも影響を及ぼすことに注目しなければならない。たとえば、短期債の供給をふやし、長期債を削減させることは、短期債の価格を下落させるとともに、長期債の価格を上昇させるから、長短金利の格差を縮小する効果を持っている。逆に、長期債の比重を高めることは、長短金利の格差を拡大させることになろう。国債の満期別構成の変化は、このような金利体系の変化を通じて、資金の流れや景気動向に影響するわけである。

以上のように、国債の満期別構成が変化することは、金融・財政の両面にわたって影響するところが大きく、国債の構成が短期化しすぎることは、弊害が少なくない。もちろん、国債の満期別構成は長いほどいいというわけではない。金融面から考えても、短期債は銀行や企業の第二線準備として保有され、金融市場が円滑にワークするうえに重要な役割を演じており、また中央銀行の公開市場操作の有力な対象証券として活用されている。したがって、国債の満期別構成において長期

債・短期債の比率が適正に維持されることは、財政面のみならず金融面からも望ましいことである。ただ、先にも述べたように、第2次世界大戦後、米国や英国では国債の満期別構成が著しく短期化したため、国債の長期化は近年における国債管理政策の重要な課題となっている。

## (2) 国債長期化政策

国債の満期別構成の長期化を進めようという政策は、英国では1950年以降、米国では1953年以降、具体的に採り上げられるようになった。国債の長期化を図る方法の一つは、国債発行に際してできるだけ長期債に依存することであり、他の一つは、短期債や期近物を長期債に借り換えることである。米国の長期化政策はこの二つの方法によって行なわれたが、英国の場合は、借換え操作によって長期化が図られてきたといつてよいであろう。

### イ、米国の場合

1953年1月、20年ぶりに政権を獲得した共和党政権は、同年2月、健全通貨政策(Sound Dollar Policy)の一環として、国債長期化の方針を明らかにし、期限到来の債務証券の一部を長期債に借り換えるとともに、次いで5月には新規の長期債を発行した。ただ、このような長期化政策は、当時の金融ひっ迫というような事情もあって、常時成功裡に実施されたわけではない。しかし、その後今日まで、国債の長期化は米国における国債管理政策の最も重要な方針となってきたといえることができる。

特に1960年以降、財務省は期限前借換え操作(advance refunding)や現金借換え方式(cash refunding)といった新しい借換え技術を活用して、積極的に国債構成の長期化を図ってきた。前者は、金融情勢の適当な時期を選んで、満期前の国債をより長期の新しい国債と交換するものであり、後者は、満期国債の借換えに際して、新債の



応募資格を旧債保有者に限定することなく、広く一般の現金応募を認めることによって、借換えを容易にしようとするものである。現在国債長期化の中心的手段となっているのは期限前借換え操作であり、最近では65年1月にこの操作によって、償還期まで3年以内の債務98億ドルが中・長期債に、また本年2月には期近物48億ドルが中期債に借り換えられた。

もちろん1960年以降においても、国債長期化政策の推進にはいろいろ制約もあった。しかし、このような努力が続けられた結果、戦後続いた国債の短期化傾向を食い止め、これを長期化することに成功した。すなわち、国債(市場債)の償還期までの平均期間は、1946年当時の9年程度から次第に短期化して、1960年には4年数ヵ月となったが、その後少しずつ長期化されて、最近の平均期間は5年前後となっている。ただ、昨年8月を最後に長期国債(5年以上)の発行は事実上行なわれていない。米国における長期国債の表面金利は、1917年の第2自由公債法(Second Liberty Bond Act)により最高4.25%とするよう規制されているので、最近のように市場金利が上昇してくると、実際問題として長期国債の発行はむずかしくなってくる。したがってこのような国債金利の最高限度規制は、国債の長期化政策にとっても一つの制約となっていることは否定できない。

#### ロ、英国の場合

英国の借換え操作は1950年以降実施されるようになったものであるが、特に1951年の金融引締めの際には、市中の流動性を圧縮するため、大規模な借換え操作が行なわれた。借換えに際しては、英蘭銀行総裁が各種金融機関の首脳に対し、大蔵省証券10億ポンドの長期国債への借換えに応ずるよう要請するという方法が採られた。その意味でこの操作は「強制借換え(forced funding)」と呼ばれている。

しかし、現在常時継続的に行なわれている借換え操作は、規模もそれほど大きなものではなく、その方法は大蔵省証券と長期国債の金利格差を利用するもので、「任意借換え(free funding)」と呼ばれるものである。すなわち、長期国債の発行に際しては、目論見書によって発行条件を示し、一定期間一般に応募を呼びかけるが、応募期間は通常1日であるから全額消化されることはまずまれで、残額は英蘭銀行発行部が引き受ける。ただしこの場合、英蘭銀行発行部は国債引受額だけ国庫に対する短期信用を削減し、その後引き受けた長期国債が市場で売却されると、その売却代金だけ国庫に対する短期信用を増額させ、政府に資金を供給しうる仕組みとなっている。そこで英蘭銀行は、市場の情勢をみながら、残額引受けによって保有した長期国債を数ヵ月にわたり市場で売却し、これと併行して市場から大蔵省証券ないし期近物国債を購入するわけである。結局、これら一連の操作の結果、政府が長期国債の発行を通じて得た資金によって、政府の短期債務は減少することになる。この場合、借換えの対象として売却される国債の銘柄および売却価格については、大蔵省および英蘭銀行が協議して決定するが、その他の実施細目および実際の操作についてはいっさい英蘭銀行が担当している。

このような英蘭銀行の借換え操作は一面において国債の満期別構成の長期化を目的とするとともに、市中流動性を調節する手段として利用されている。したがってこの場合、借換え操作と公開市場操作とは密接な関連をもって運営されているといえよう。なお、このような操作の結果、最近数年間において市場債中に占める5年以上の長期債の比重が高まりつつある。

#### (3) 貯蓄国債の問題

国債構成に関するもう一つの問題は、財政資金の調達にあたって、非市場債にどの程度依存する

かということである。非市場債には米国の預託債券(Depositary Bond、国庫事務の取扱いを委託された預託機関および国庫代理機関に対し、その取扱費用を補償するために発行されるもの)のような特殊なものもあるが、その大部分はいわゆる貯蓄国債である。

貯蓄国債の例としては、米国の合衆国貯蓄債券(U. S. Savings Bond)・投資債券(Investment Bond)、英国の国民貯蓄証券(National Savings Certificate)・国防債券(Defence Bond、1964年6月以降発行停止)・賞金付貯蓄債券(Premium Savings Bond)・国民開発債券(National Development Bond)といったものがある。これらの貯蓄国債は、主として個人の零細な貯蓄を対象として売り出されるもので、譲渡性はなく、その代わり一定の制限の下に所有者の意思により政府が償還に応ずるものが多い。また、多数の売出し窓口を作ることによって広く個人の応募を勧誘する趣旨から、金融機関や郵便局で売出し業務を取り扱い、また期限前償還請求を抑制するため、保有期間の長さに応じて利回りを高くし、あるいは満期償還の場合には割増し金を給付するといった配慮が行なわれている例も多い。このような貯蓄国債は、米・英両国においてはかなり高い比重(国債発行総額の1割以上)を占めており、その分だけ市場債の比重を軽減する結果となっている。

貯蓄国債の発行は、国債の個人消化を促進するという意味を持っている。個人は金融機関や企業と異なり、金融情勢の変化にそれほど敏感ではないから、その保有は比較的安定している。また貯蓄国債は非市場債であるため、価格の下落を懸念する必要もない。したがって、貯蓄国債の存在は、それだけ国債管理の負担を軽減するものといえることができる。反面、それは期限前償還が全く所有者の意思に任されており、またその利回りが比較的固定的であるため、金利が上昇する傾向に

ある時期には、貯蓄国債の利回りは他の投資対象に比較して相対的に不利となり、売行き不振や期限前償還が増大するという問題点を含んでいる。しかし、結論的にいって、今日米国や英国においては、貯蓄国債の存在がかなり高く評価されているように思われる。それは、米・英両国のように国民経済に占める国債の比重の高い国では、同時に国債管理政策に重い負担がかかっているわけで、しかもこの場合、そうした国債管理上の問題は主として市場債について発生するからであろう。

なおフランスにおいては、先にも述べたように、国債の個人保有が非常に多いが、その要因として発行条件や売出し方式に、個人消化に適するような配慮が加えられていることがあげられる。たとえばフランスの国債の売出し機関には、フランス銀行はじめ各種金融機関・税務署・郵便局があたり、また券面金額も前述のように比較的小口である。また、個人および特定機関の大蔵省証券保有には免税特典が与えられているし、長期国債についても、1964年までは個人所得税が免除されるなど、個人消化を促進する措置が採られている。その意味で、フランスの国債は市場債でありながら、かなり貯蓄国債的色彩を持っているといえることができる。

#### 4. 国債価格に対する介入

財政当局が金利負担の軽減、国債価格の安定を望むのは当然のことであるが、しかし後にも述べるように、金利負担の軽減、国債価格の安定を過度に重視することは、結果的に弾力的な金融調節の運営を妨げ、経済の安定を阻害することになる。第2次世界大戦後の欧米諸国では、このような国債価格をめぐる財政当局と金融当局との関係について豊富な経験を持っているので、以下こうした事情について概観することとしよう。

### (1) 1951年までの国債価格支持政策

第2次世界大戦中の戦費調達によって、各国とも大量の国債を抱えることとなったが、そのためこの大量の国債をいかに扱うかは、戦後経済の重要な問題となった。その際フランスは、国債強制保有制度によって、市中金融機関保有の国債をブロックする措置を講じ、また西ドイツは、1948年の通貨改革によって、連邦政府に対する債権を切り捨てるというドラスティックな方法を採用した。これに対し、米国および英国においては、いわゆる国債価格の釘付け政策(pegging policy)を採用し、国債利回りを人為的に低位に押えた。しかし、国債の市場価格を実勢より高い水準に釘付けするためには、中央銀行は市中の要求に応じて無制限に国債の買入れを行わなければならない。これは、中央銀行の資金供給が全く受動的に行なわれることを意味するものであり、中央銀行が財政的要求のみを尊重し、その本来の任務である金融調節機能の発動を放棄することにほかならない。

米・英両国においても、第2次世界大戦の終結によって、戦時統制が漸次解除されると、インフレーション傾向が顕在化し、このような情勢を背景に国債価格の釘付け政策に対し、次第に批判が強まった。特に1950年の朝鮮動乱の発生によって、世界的にインフレーション傾向が強まり、米・英両国においてもインフレーションの抑制が緊急な政策課題となった。米・英両国における第2次世界大戦後のインフレ抑制策としては支払準備率の引上げ、消費者信用規制などのほか、若干の金利引上げも行なわれたが、国債価格釘付けの基本線は1951年まで維持されており、本来の金利政策は活用されなかったといつてよい。この間、金利固定下の引締め政策がインフレーション抑制に必ずしも満足すべき成果を収めなかったことが次第に反省され、米国では1951年3月、英国では

同年11月にそれぞれ国債価格釘付け政策は廃止された。その後、金利は金融の繁閑によって弾力的に変動し、中央銀行はこのような金利のメカニズムに即して金融政策を運営することができるようになった。これは、財政に従属していた金融政策がその主導権を回復したことを示すものである。このような国債価格釘付け政策の廃止を背景に米国・英国をはじめとして各国において、公定歩合政策や公開市場操作が活発に行なわれるようになり、いわゆる「金融政策の復活(revival of monetary policy)」をみるに至ったのである。

### (2) 1951年以降の国債価格安定策

1951年以降においても、財政当局や中央銀行が国債価格の推移に無関心であった訳ではない。債務負担者としての政府の責任は、年々の利子の支払いと満期時における元本償還に限定されるべきものであり、満期前における価格変動によって生ずる資本損失や資本利得については、政府は直接的には責任はないといえる。しかし、国債価格が暴落することは、国債に対する投資家の不信を招くことになり、以後の発行・借換えの実行に支障をきたすことになりかねない。また国債価格の変動は、資金の流れや金利の動きを通じて、金融市場に対し大きな影響を及ぼすことになる。したがって、政府も中央銀行も、国債価格の動向に対して重大な関心を持つことは当然であるし、金融調整を妨害しない範囲内で、国債価格安定化の措置を採ることも必要であろう。1951年3月、米国において国債価格支持政策の廃止に関し、財務省と連邦準備制度との間にアコード(accord)が成立した際にも、国債市場の秩序維持が引き続き連邦準備制度の目的の一つとされたのは、このためであると考えられる。

今日、主要先進国の中で、国債価格の釘付けを行なっているところはないといつてよい。しかし、国債価格の急激な変動を抑制しようとしてい

ることも事実であるし、また中央銀行の公開市場操作が国債価格に影響することも否定することはできない。ただ、このような国債価格の安定化措置の具体的な方法は、国によりいろいろである。たとえば米・英両国では、中央銀行が金融調節を第1の目的とすることは当然のことながら、同時にその目的を阻害しない範囲で、国債市場の秩序を維持するよう配慮している。

他方西ドイツでは、債券価格の安定は発行者の責任において行なわれるべきであるというのが基本的な考え方であり、この点は国債についても同様である。ただ、実際に市場介入が必要になれば、ブンデスバンクが政府の資金を用いて、またその計算において国債の売買を行なっていることは注目を要する。また、フランス銀行法は中央銀行の業務として長期国債の売買を認めておらず、現にフランス銀行は長期国債を保有していない。フランスには国債価格安定のための制度として1937年に創設された国債支持基金(Fonds de Soutien Rentes)が存在するが、この基金は資金量も限られており、実際には政府の預金金庫である預金供託金庫(Caisse des Dépôts et Consignations)が、国債価格安定のための重要な機関であると考えられている。もっとも、最近のフランスの国債相場は比較的安定しており、市場介入を必要とするような事態は起きていないようである。

このような操作は、いずれも、1951年までの米・英両国にみられたような国債価格の釘付けをねらうものとは本質的に異なるものであり、国債市場の混乱や摩擦的な価格変動を防止するための一時的措置であることに十分注意しなければならない。このことは、昨年来の西ドイツ資本市場の動向と、これに対する政策当局の態度からも明らかである。すなわち西ドイツでは、昨年初来金融引締め、起債需要の増大、非居住者の債券売却増加といった要因が重なったため、債券利回りはほ

とんど一本調子の上昇をたどり、特に5月以降資本市場はかなり混乱した。このような状況の下で、公債(連邦債のほか地方債を含む)の値下がりも大きかったので、昨春ブンデスバンクは政府資金による相場への介入を行なった。しかし、これもあくまで価格釘付けをねらうものではなく、事実その後も公債利回りは上昇を続けた。特に最近では、5月の公定歩合引上げという事情も加わって、公債の市場利回りは8%を越えるという、先進諸国に例のない、しかも民間債を上回る高水準となっている。これは、西ドイツの政策当局が市場の混乱を避ける措置を採りながら、同時に市場の実勢を尊重しようとする態度のあらわれとみることができよう。

(第5表)

西ドイツにおける債券市場利回りの推移

(単位・年利、%)

	総平均	公債	抵当債	事業債
1964年 3月	6.0	6.0	6.0	6.0
6月	6.2	6.3	6.2	6.4
9月	6.3	6.4	6.2	6.3
12月	6.3	6.4	6.3	6.3
1965年 3月	6.4	6.5	6.4	6.5
6月	6.8	7.1	6.7	7.0
9月	7.1	7.4	7.0	7.3
12月	7.4	7.7	7.2	7.6
1966年 3月	7.4	7.7	7.4	7.6
6月	7.9	8.4	7.7	8.2

資料：Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

### (3) 米国におけるビルズ・オンリー政策

国債価格に対する政策当局の介入という問題に関連して、米国におけるビルズ・オンリー政策(bills-only policy)をめぐる論争は、いろいろな問題を含んでいるように思われる。

米国の公開市場操作は、1951年のアコードの成立によって、中心的な金融調節手段となったが、その後公開市場操作の対象証券を短期証券に限定すべきか否かについて、マーチン(Martin)連邦

準備制度理事会議長とスプラウル(Sproul)ニューヨーク連邦準備銀行頭取との間に、論争が起こった。マーチン議長の主張は、公開市場操作の対象証券を短期証券に限定すべきであるとするもので、この議論は「ビルズ・オンリー政策」と呼ばれたが、スプラウル頭取はこの考え方に反対した。

この両者の見解の相違を簡単に要約すれば、次のようになるであろう。すなわち、ビルズ・オンリー政策の見解によれば、連邦準備制度の公開市場操作はあくまで加盟銀行の自由準備(free reserves)を調節するという目的で運営されるべきであるが、中・長期債を公開市場操作によって売買するならば、中・長期債価格の形成に直接介入する(したがって金利形成に介入する)結果となるので、これは望ましくないというのである。これに対し、ビルズ・オンリー政策に反対する見解は、中・長期資金のコストとアベイラビリティを調節する必要がある場合や、財務省の国債管理操作を援助する必要がある場合には、連邦準備制度は短期証券以外の国債をも売買すべきであるとした。

この論争は一見公開市場操作をめぐる単なる理論的対立のように見えるが、実はその背景には、金融当局と財政当局の関係に対する認識の相違が含まれていたことを見のがすわけにはいかない。つまり、マーチン議長はアコード以前の貴重な経験から、ビルズ・オンリー政策の伝統を確立しておくことが、国債価格支持政策を避け、中央銀行の独立性を守る防波堤であると考えたのに対し、スプラウル頭取は連邦準備制度があらゆる手段を駆使して経済安定に努力することこそ、独立性を守るゆえんであると考えたといわれている。

結果的には、1953年9月以降公開市場操作の対象証券は短期証券に限定され、ビルズ・オンリー政策は長く公開市場操作の基本方針とされるに至ったが、この論争から、われわれは大量の国債を

抱える米国の金融当局の悩みをうかがうことができる。その後1960年秋から61年にかけて、この政策は修正され、公開市場操作の対象証券の一部に中・長期債が含まれるようになった。しかし、この政策修正は、短期資金の対外流出を阻止するとともに、国内景気の好況を維持するという二つの目的を同時に達成することをねらって、短期金利を高目に、また長期金利を低目に維持するために行なわれたものであり、国債管理上の要請によって行なわれたものではない。

## 5. むすび——国債管理政策と金融政策の関係

以上、最近の欧米諸国における国債管理政策の考え方と動向から明らかなように、今日における国債管理政策は、安定した低コストの資金を調達するという財政上の目的のみによって行なわれているのではなく、むしろその時々的情勢に応じた金融財政政策からの要請を配慮しながら運営されているということが出来る。

しかし、金融政策には金融政策固有の目的があり、また国債管理政策の運営にあたっては、財政上の目的が優先的に配慮されるのはいうまでもない。ただ、両者は相互に密接な関係を有しており、一方は他方の協力なくしては互いにその責任を果たすことができない。つまり、金融政策が迅速にその効果を発揮するためには、国債管理政策の協力が必要であり、一方、国債管理政策がその目的をスムーズに達成するためには、金融政策による側面からの支援を必要とすることも少なくない。特に大量の国債の発行および借換えを円滑に行なうためには、その時期および条件等を慎重に検討するだけでなく、金融政策面からの支援によって市場に混乱が生じないよう配慮することが望ましいわけで、このことは米国や英国の実情から考えても明らかである。

ただ繰り返して述べたように、金融政策と国債管理政策は、それぞれ固有の目的を持っており、情勢によっては双方の要請が両立しがたい場合も生じると思われる。こうした場合も、両者は可能な限り協調に努めるべきであろうが、国民経済的見地からみて、国債管理上の必要性よりは経済の安定的発展が優先すべきことは当然であろう。国債発行がインフレーションを招くことなく、安定成長をささえる要因となるためには、このような金融政策と国債管理政策の正しい関係が確立されなければならない。

欧米諸国における国債管理上の諸技術は、背景や事情の異なるわが国にそのまま当てはまるわけではないが、今後国民経済に占める国債の比重が漸次高まるであろうと考えられるわが国としては、いろいろ研究すべき問題点を含んでいるように思われる。特に一方において財政の要請に応えながら、他方国債の存在が経済の安定を阻害することのないよう、国債を適切に管理しようという政策意識や、金融当局と財政当局との関係については、戦後における欧米諸国の歩みの中から、貴重な体験と教訓をくみ取るべきであろう。