

# 国債発行とインフレーション

福田 泰雄

## はじめに

歳出が歳入を上回り財政赤字が生じれば、その不足分は借入金なり国債の発行によって埋め合されるが、主として歳入不足は国債の発行によって補填される。戦前、金解禁恐慌のなか大蔵大臣高橋是清は、満州事変費および時局匡救費捻出のため国債の日銀引受発行を断行し、その結果、財政の公債依存度（国債/歳入総額）は1桁代から一挙に30%を越え、以後雪ダルマ式に嵩む国債残高、借金財政体質は敗戦の混乱によってかろうじて解決されることになる。以来、財政破綻とそれに伴う国民経済の混乱の指標として公債依存度30%は歴史的意義を与えられたのであるが、昭和50年以降の財政赤字は、その規模において満州事変以後のそれに匹敵する。

昭和40年度、ドッジ声明（昭和24年）以来維持されてきた均衡財政主義が放棄され1972億円の国債発行が行われたが、その後も建設国債という名目で引き続き国債が発行され、さらに昭和50年度以降は特例国債すなわち赤字国債の発行が加わり、昭和52年度にはついに国債依存度は、32.9%に達し歴史的30%ラインを越えたのである（第1表参照）。他方、その残高についても昭和61年度には対国民所得比が4割を越え、それに伴う国債費は今や一般会計の2割を占める最大歳出項目をなす（第1表参

照)。近年のわが国の財政赤字規模の危機的増大は、他の先進資本主義諸国との比較によっても窺えるところである。日本は、アメリカ、イギリス、西ドイツ、フランスと比較して、公債依存度、残高の対国民所得比、歳出総額に占める国債費の割合、どの項目においても一番高い数値を示す（第2表参照）。

こうした国債発行額の拡大および残高の累増と共に、財政の硬直化、将来世代への負担転化を含めた分配上の歪み、資源配分上の歪み等の問題と並んで財政赤字とインフレーションの関連が現実的問題として再び浮上せざるをえない。しかし、国債発行あるいは財政赤字とインフレーションとは具体的に如何なる関係にあるのか。国債の発行方法としては、中央銀行引受、市中引受、資金運用部引受の3形態がある。第1の中央銀行引受がインフレ効果を有することについては、その論拠に精粗の差はあれ、大方意見の一致が見られる。問題は、第2の市中引受、および内容上市中引受に含められる第3の運用部引受とインフレとの関連である。少なからぬ論者は、クラウディングアウト論により市中引受とインフレとの直接的因果関係を否定する。M.フリードマンを中心とするマネタリストによれば、市中公募による赤字財政支出は、クラウディングアウトによる民間供給力不足、あるいは市中公募に伴う利子率上昇に対する中央銀行の利子率安定化政策に基づく追加的貨幣供給を通して間接的にインフレに結びつくにすぎず、市中引受による赤字財政支出そのものは有効需要効果、貨幣供給効果を持たない。この市中公募に基づく赤字財政支出とインフレとの直接的関連を否定する「市中引受＝非インフレ説」に対し、本稿では、その批判的検討を通して市中引受を含む国債発行、赤字財政支出一般がそれ自体でインフレ効果を持つことを論証し、国債発行＝インフレ説を提示する。

以下、具体的にまず「市中引受＝非インフレ説」の理論的根拠を抽出し（第1節）、次にその根拠の批判的検討を通して、市中引受の場合でも日銀

国債発行とインフレーション

引受の場合と同様財政支出によって実体経済に追加的有効需要，追加的流通手段が供給されることを明らかにする（第2,3節）。しかし，また市中引受と日銀引受が全く同値であるというわけではない。つまり，市中発行は，貨幣市場から完全に自由であるのではなく，その都度，発行規模において市場による制約・上限を持つ。それゆえ，以上の分析を補う意味で市中発行が被る量的制約性が日銀引受発行の無限性との対比により明らかにされる（第4節）。最後に，結語として，以上の分析によって解明された国債発行・財政支出による追加的購買力，追加的流通手段の供給が如何なる意味でインフレ・マネーの供給となるのかが論定される（第5節）。

尚，すでに別稿（「価格カルテルとインフレーション」『一橋論叢』第93巻第5号，1985年5月）で示した独占価格インフレと本稿で示す財政インフレとの関連について言えば，今日の趨勢的物価上昇の根因は独占価格イ

第1表 国債発行額及び残高等の推移

（単位：億円，％）

年度	国債発行額 (新規)	国債依存度	国債残高	残高/ GNP	国債費/ 一般会計	新発行/ GNP
50	52,805	25.3	149,731	9.8	4.9	3.5
51	71,982	29.4	220,767	12.9	6.9	4.2
52	95,612	32.9	319,024	16.8	8.2	5.1
53	106,740	31.3	426,158	20.4	9.4	5.1
54	134,720	34.7	562,513	25.0	10.6	6.0
55	141,702	32.6	705,098	28.8	12.5	5.8
56	128,999	27.5	822,734	31.7	14.2	5.0
57	140,447	29.7	964,822	35.4	15.8	5.2
58	134,863	26.6	1,096,947	38.6	16.3	4.7
59	127,813	24.8	1,216,936	40.1	18.1	4.2
60	124,380 <sup>(1)</sup>	23.4	1,344,314	42.1	19.5	—
61	109,460 <sup>(2)</sup>	20.2	1,432,000	42.5	20.9	—

（出典）大蔵省理財局総務課長編『図説 日本の公共債』（財経詳報社，1986年），p. 35およびp. 37より。

（注）（1）補正後。

（2）当初。

第2表 財政事情の国際比較

		公債依存度 (%)	長期政府債務 残高の対 GNP 比 (%)	国民1人当 り長期政府 債務残高 (万円)	利払費 歳出総額 (%)
日	本	22.0 (60年度)	48.4 (60年度)	126 (60年度)	18.8 (60年度)
ア	メ リ カ	18.3 (61年度)	33.9 (59年度)	118 (59年度)	14.5 (61年度)
イ	ギ リ ス	6.9 (59年度)	43.6 (57年度)	96 (57年度)	7.1 (59年度)
西	ド イ ツ	9.8 (60年度)	20.4 (59年度)	49 (59年度)	11.3 (60年度)
フ	ラ ン ス	14.0 (60年度)	8.6 (58年度)	21 (58年度)	8.4 (60年度)

(注) 1 日本経済調査協議会編『国債の累増と日本経済』(東洋経済新報社, 1985年), 表II-1-2 (p. 42)より。

2 日本—予算, アメリカ—61年度は予算案, 他は実績, イギリス—59年度は実績見込み, 他は実績, 西ドイツ—60年度は予算, 他は実績, フランス—60年度および59年度は予算, 他は実績。

ンフレにあるが, 財政インフレはその独占価格インフレを下支えし, 補完的役割を担うのである。

## 1 市中引受=非インフレ説の2命題

本節では, マネタリストに代表される市中引受=非インフレ説の理論的根拠が次の2命題すなわち, 日銀信用の受動性側面の否定, つまりハイ・パワード・マネー供給=裁量的判断命題とその下での完全な金融的クラウディングアウト命題にあることを明らかにする。

一部の根強い見解によれば, 中央銀行引受を除く市中引受, 運用部引受による国債発行とインフレーションとの間には直接的因果関係は存在しない。歴史的にも国債の日銀引受発行を断行した高橋是清が, 日銀保有国債の民間金融機関への売りオペに腐心し, また是清亡き後は単なる形式が維持されたにすぎないとはいえ, 日銀の国債担保貸出し制度によって売りオ

ペ体制が堅持されたのは、その背後に、市中引受によれば赤字財政支出といえどもインフレを引き起すことはないという考えが存在したからに他ならない。中島将隆氏は、この高橋財政を積極的に評価し、次のように述べられる。「日銀引受けによる赤字国債の大量発行も国債売りオペレーションによって日銀資金が回収され、インフレ政策は完全に統制されたのである。国債売りオペレーションの成功は、実質的には、国債の市中公募と同じである」(中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社、1977年、79頁)。つまり、日銀の売りオペによるハイ・パワード・マネーの回収により日銀引受は実質的に市中引受に転化し、そのことによってインフレの発生が防止されたというのである。尚、戦後の「財政法」第5条は公債の日銀引受発行を禁止するものであり、またそれは日銀引受が国債の安易な発行によってインフレをもたらすと考えられるからであるが、市中引受発行については、当「財政法」による規制は比較的ゆるい。それも上記中島氏と同様の見地の下でのことであると考えられる。

それでは、市中引受=非インフレ説の理論的根拠は何か。それは、まずもって市中引受下での完全な金融的クラウディングアウトの発生である。つまり、政府が財政資金を国債の市中発行によって調達する場合、そのことは同時に国債発行額に等しい対民間信用の減少をもたらすというのである。仮に、信用供給枠が一定不変に留まり、従って購買力行使手段としての通貨供給の増加がないとすれば、有効需要の増加、つまり物価上昇圧力は生じない。「国債が…商業銀行の引き受けで発行され、かつ、中央銀行から商業銀行への追加的な資金の供給がない場合には、インフレーションは生じない。というのは、この場合には商業銀行は貸付けをひかえることによってのみ国債を消化しうるからである」(大石雄爾「国債とインフレーション」、北田芳治編著『現代日本の国債問題』新評論、1973年所収、254頁)。

この完全な金融的クラウディングアウトを貸借対照表を使って表現すれば次のようになる。市中引受による国債の発行とそれによる財政支出の結果を「市中銀行の勘定で見れば、資産側には引受けた国債が計上され、負債側には財政支払いによって生じたマネー・サプライが計上される。…このとき日本銀行の政策態度が引締めのであり、この資金不足〔準備預金所要額 - 引用者〕の補填につき厳しければ、市中金利（コール・レート）に上昇圧力がかかり、市中銀行は、対民間信用を圧縮し、預金を縮小させて、その面から準備預金所要額を圧縮しようとするだろう。こうしてマネー・サプライのうち市中銀行の国債引受けによる分が増加し、対民間信用による分が減少し、総体としてのマネー・サプライは増減なしということになる」（外山茂『金融問題 21 の誤解』東洋経済新報社、1980年、130頁）。要するに、市中引受の場合、金融機関の貸借対照表の資産の部において、民間向け信用が国債に振り替えられるに留まり、マネー・サプライの増加、従って新たな有効需要の追加は生じないというのである。

しかし、さらに問えば、市中引受の場合なにゆえに完全な金融的クラウディングアウトが発生するのか。すなわち、財政支出は既存民間需要の政府需要への単なる代替をもたらすに留まるというのか。それに対する市中引受＝非インフレ説の解答が、先の両引用文中の「中央銀行から市中銀行への追加的な資金の供給がない場合には」という、あるいは「日本銀行の政策態度が引締めのであり、この資金不足の補填につき厳しければ」という条件文である。これらの条件文は、いずれも市中引受の場合、日銀信用、ハイ・パワード・マネーの供給が金融当局の裁量的判断、任意措置に委ねられるということを含意する。つまり、日銀引受の場合、国債発行とハイ・パワード・マネー供給とは一体の関係にあるが、市中引受の場合には、国債発行とハイ・パワード・マネーの供給とは直接的関係にはなく、両者は相互独立の関係にあるというのである。<sup>(1)</sup>

それゆえ、市中引受の場合、仮にハイ・パワード・マネーの供給増加が生じるとしても、それは当局の「金融政策という裁量的判断」（野口悠紀雄『公共政策』岩波書店、1984年、43頁）を介して初めて生じるのであり、逆に、当局の裁量的判断により「中央銀行から市中銀行への追加的な資金の供給がない場合」あるいは「日本銀行の政策態度が引締めのめであり、この資金不足の補填につき厳しければ」、大枠としての信用供給・通貨供給は固定化され、その結果、市中引受発行の下で完全な金融的クラウディングアウトが発生するというわけである。かくして、完全な金融的クラウディングアウトが成立するか否かはハイ・パワード・マネー供給如何によって決定され、しかも市中引受の場合、ハイ・パワード・マネーの供給は当局の「裁量的判断」領域に属し、市中引受はハイ・パワード・マネーと直接的関連を持たないということから、市中引受とインフレとの間には直接的因果関係は存在しないという結論が導出される。<sup>(2)</sup>「所得、利子率などの変数が、長期的に一定の値にとどまっている…定常状態に関する限り、インフレーションは貨幣供給量の増加がなければ生じえないものであり、その限りでは、公債発行とインフレーションの間に直接的な因果関係は存在しない」（野口、前掲書、43頁）。

要するに、市中引受＝非インフレ説によれば、第一に、市中引受発行と中央銀行信用の供給とは相互に独立した事柄として、市中発行の際中央銀行が中央銀行信用の追加的供給を行うか否かは金融当局の「裁量的判断」の領域に属し（中央銀行信用供給にかかわる「裁量的判断」命題）、それゆえ、第二に、市中発行の下で中央銀行がハイ・パワード・マネー供給を一定に保つとすれば、完全な金融的クラウディングアウトの発生により、与えられた信用供給枠内で国債発行相当の対民間信用が削減され（完全な金融的クラウディングアウト命題）、その結果、赤字財政支出によっても総額としての通貨供給・有効需要は一定に留まりインフレ圧力は生じない

第3表 国債の消化方式

(単位: 億円)

年度	区分	国債発行額 (収入金ベース)	民間消化分計			
			民間消化分計	資金運用部	日本銀行	
50	(新規・実績)	56,961	44,429	44,405	8,640	—
	(借換・" )					
51	(新規・" )	75,694	61,870	61,844	10,432	—
	(借換・" )					
52	(新規・" )	98,740	85,630	85,612	10,303	—
	(借換・" )					
53	(新規・" )	113,066	103,760	103,740	3,293	—
	(借換・" )					
54	(新規・" )	134,720	108,079	108,079	26,641	—
	(借換・" )					
55	(新規・" )	144,605	102,018	102,018	42,586	—
	(借換・" )					
56	(新規・" )	137,951	89,160	84,759	46,574	—
	(借換・" )					
57	(新規・" )	173,175	115,599	103,447	41,958	—
	(借換・" )					
58	(新規・見込み)	183,046	124,669	100,900	39,000	—
	(借換・" )					
59	(新規・当初)	180,404	123,102	90,800	39,679	—
	(借換・" )					

(注) 前掲『図説 日本の公共債』, p. 35 より.

ことになる。

この市中引受=非インフレ説が正しいとすれば、今日わが国の市中引受・運用部引受体制(第3表参照)の下では、買いオペが成長通貨供給の枠内に留まる限り、赤字財政支出はそのこと自体ではその規模がいかに膨張しようとするインフレ<sup>(3)</sup>に関しては何の問題も発生しないということになる。

しかし、結論を先取りして言えば、市中引受=非インフレ説の理論的支柱をなす先の2命題はいずれも成立しない。それゆえ、市中引受による場合でも赤字財政支出はインフレと直接的関係を持つ。以下、われわれの主張

を論証するが、次節ではまず一方の完全な金融的クラウディングアウト命題を検討する。

- (1) 貨幣の流通速度の上昇、投機動機の貨幣需要の減少による投機向け貨幣の取引動機用貨幣へのシフトといった要因を新たに入れてくれば、中央銀行貨幣供給が一定であるという条件に加えて、さらに資産効果が完全なクラウディングアウト成立のための追加的条件となる。しかし、この場合でも、中央銀行貨幣供給が当局の「裁量的判断」の下で一定に保たれるということが、ヨリ精緻化されたクラウディングアウト成立のための基礎的前提であることに変わりはない。従って、その基礎的前提条件が崩れれば完全なクラウディングアウト命題も崩壊することに変わりはない。なお、資産効果を含めたクラウディングアウトの議論については次の文献を参照。三木谷良一「Crowding-Out 問題について」『国民経済雑誌』第134巻第1号、1976年7月。石川常雄「金融政策論の新局面」『季刊 現代経済』23、1976年9月。K. M. Carlson and R. W. Spencer, "Crowding Out and Its Critics," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, December 1975. V. Roley, "The Financing of Federal Deficits: An Analysis of Crowding Out," *Federal Reserve Bank of Kansas City*, July-August 1981.
- (2) M. フリードマン等新貨幣数量説はインフレ発生の決定的メルクマールをハイ・パワード・マネーの供給如何に置き、中央銀行引受の場合、ハイ・パワード・マネーが自動的に増加するので財政赤字はインフレに対し「直接的影響」(M. Friedman, "Deficits and Inflation," *Newsweek*, February 23, 1981, p. 38) を与えるが、市中引受の場合には、ハイ・パワード・マネーは当局の政策的判断を継由してのみ増加するので市中引受とインフレとの関連は「間接的」(ibid.) なるものであると説く。つまり、マネタリストは、市中引受の場合には、「利率を維持しようとする連銀の不幸な性癖」(ibid.) によって連銀が市中発行に伴う利率の上昇圧力を緩和する目的で "Monetary Accomodation" 政策 (P. J. Miller, "Examining the Proposition that Federal Budget Deficits Matter," in *The Economic Consequences of Government Deficits*, Kluwer-Nijhoff Publishing, 1982, p. 11.) を採用すれば、ハイ・パワード・マネーの供給増加が生じインフレが発生すると主張する。本稿で取り上げた市中引受=非インフレ説が以上のマネタリストの主張を基礎とすることは言うまでもない。

(3) 「40年代の高度成長期にも建設国債が発行された。…しかし日銀が9割以上もの国債を買いオペで吸収していったので、金融機関にとっては…現金準備…がふえたのである。こうしたことができたのも、国債の発行量が成長通貨の範囲内であったからにはかならない」(吉富勝「変動為替相場制および大量国債発行下における金融政策への提言」『金融財政事情』1978年5月1日, 46頁)。しかし、いくら買いオペを行ったところでそのこと自体がインフレを引き起すことはない。財政インフレなり独占価格インフレなりがまず存在し、その上で買いオペによるハイ・パワード・マネーの供給が意味をもってくるのである。

## 2 日銀信用一定下でのマネーサプライ

前節において、市中引受=非インフレ説の理論的根拠がハイ・パワード・マネー供給に関わる「裁量的判断」命題とその下での完全な金融的クラウディングアウト命題にあることを見たが、本節では後者の完全な金融的クラウディングアウト命題をより詳しく検討し、仮に他方の「裁量的判断」命題を前提とした場合でも、必ずしも完全な金融的クラウディングアウトが成立するとは限らないことを明らかにする。

すでに明らかにしたように、完全な金融的クラウディングアウトの成立が市中引受=非インフレ説成立の鍵をなすが、しかし、さらに問えば、中央銀行が裁量的判断によって中央銀行貨幣の新たな供給を行わないとした場合、なにゆえに完全な金融的クラウディングアウトが生じるのか、完全な金融的クラウディングアウトの発生を不可避とする金融機関サイドの事情は如何なるものか。それは市中引受前にすでに「銀行が準備率の限度まで資産を運用している」(貝塚啓明「公債発行とインフレーション」『経済評論』1976年2月, 38頁)ということである。国債発行時点ですでに「銀行が loan-up の状態にあるとすれば…銀行は、この不足を公債の市中での

償却，貸出の回収等によって補填しなければならない。銀行が貸出の回収等を行なえば，銀行組織全体としては結局，公債引受額に等しい貸出の減少，預金の減少を生ずる」（館龍一郎「過剰流動性の理論的検討」『経済評論』1976年8月，111頁）。

銀行がすでに“loan-up”状態にあるとすれば，第4表に示したような経過を経て国債の引受と貸出の減少との単なる入れ替わりが生じ，預金通貨の供給量は不変に留まるというわけである。第4表において，準備率を10%とすれば，金融機関は10の国債を新たに引受けるため，まず100の貸出を回収することによって100の預金設定を解消し，そのことにより10の日銀預金を余裕準備化する。その上でその余裕化した準備金で10の国債を購入しよう。次に，政府が，国債発行によって設定された日銀勘定における政府預金10をもとに財政支出を実行すれば，日銀勘定では政府預金が民間金融機関預金に振り替えられ，金融機関勘定では財政資金の流入によって負債の部で預金が10増加し，他方資産の部で10の日銀預け金が生じ，これによって引受時点での預け金の減少は回復される。これまでのところでは，財政支出10が行われても，最初の引受時点で貸出100の回収により預金100の取り消しがなされているため，信用供給，預金通貨は90の減少を示す。しかし，日銀預け金・準備金の回復に伴い，金融機関は先に削減した貸出を再開しよう。だが，その際，すでに財政資金の流入による10の預金負債が存在しているので，金融機関は90だけの貸出・預金設定しかできない。“loan-up”状態にあるとすれば，所与の準備預金の下ではいずれにしても総額100の預金設定しかなしえないからである。それゆえ，最終的に負債の部では預金通貨量は変わらず，資産の部で貸出が10減少し国債が10増加することになる。

要は金融機関の準備としての日銀預け金の動きにある。市中引受によって一旦減少した預け金は財政資金の散布を通じた預金流入によって再びも

第4表 “loan-up” ケース

① 国債発行

金融機関		日 銀	
貸 出 $\Delta 100$	預 金 $\Delta 100$		民間金融機関 預け金 $\Delta 10$
日銀預け金 $\Delta 10$			政府預金 $+10$
国 債 $+10$			

② 財政支出

金融機関		日 銀	
日銀預け金 $+10$	預 金 $+10$		民間金融機関 預け金 $+10$
			政府預金 $\Delta 10$

③ 貸出の再開

金融機関		日 銀	
貸 出 $+90$	預 金 $+90$		

④ 総合効果

金融機関		日 銀	
国 債 $+10$			
貸 出 $\Delta 10$			

との水準に回復するが、その増加はない。それゆえ、金融機関の信用供給の総枠、預金通貨供給の総枠は共に100で変わらず、国債引受（資産の部）、財政支出に伴う預金流入（負債の部）がそれぞれ10であれば、総枠の残りを貸出90（資産の部）と預金設定90（負債の部）とがそれぞれ埋める形となる。従って、「裁量的判断」命題を認め、金融機関が“loan-up”状態にあるとの想定を行えば、確かに金融的クラウディングアウトは完全な形で成立し、赤字財政支出によっても通貨供給、有効需要は増加しない可能性が生じる。

しかし、金融機関は常時“loan-up”の状態にあるわけではない。“loan-

up” 状態を重視する背景には、高度成長期のわが国のオーバーローンの存在があると思われるが、大量発行が本格化した昭和 50 年以降、特に昭和 56 年以降証券投資を中心とした長期資本流出の急増が見られる。この事実は、資金市場において国債投資や民間貸出を上回る余剰資金が存在し、金融機関が“loan-up” 状態にはないことを意味しよう。

より重要なことは、中央銀行の対民間信用残高の存在が即金融機関の“loan-up” 状態を意味するわけではないということである。中央銀行の対民間信用残高はわが国に限らずアメリカの連銀の場合にも存在する。仮に、日銀信用が存在すれば銀行は館氏等のいう“loan-up” 状態にあるというのであれば、銀行は、中央銀行の新たな信用供給がない場合、常にいつでも市中引受と並行して民間貸出を削減しなければならず、また一般的に言って A 会社に対する貸出は B 会社に対する貸出を回収、削減することによってのみ可能となろう。しかし、これは事実にもそぐわない。完全な金融的クラウディングアウトの下では景気循環は起りえない。ストックとしての中央銀行信用残高が増加傾向にある場合でも、フローとしての中央銀行信用は景気変動と共に増減を繰り返す。そのフローの変動過程で中央銀行信用が減少に転じ、従って金融機関の準備ポジションが好転状況にある場合には、金融機関は企業の資金需要に応じて、追加的な中央銀行信用がない場合でも、一方での信用供給を他方での信用削減でバランスさせることなく対民間貸出を行うことが可能となる。それゆえ、金融機関の資金繰り状態を把握するに際しては、ストックとしての中央銀行信用残高のみならずフローとしての中央銀行信用の動向をも考慮する必要があり、しかも金融機関が“loan-up” 状態にあるか否かは実際には後者のフローとしての状態によって決まり、従って中央銀行の対民間銀行向け信用残高が存在しても金融機関が常に“loan-up” 状態にあるというわけではないのである。

そこで仮に、金融機関が右のフロー次元で見て“loan-up” 状態にはなく、

第5表 非“loan-up”ケース

① 国債発行

金融機関		日銀	
日銀預け金 △10		金融機関 預け金 △10	
国債+10		政府預金+10	

② 財政支出

金融機関		日銀	
日銀預け金 +10	預金+10	金融機関 預け金+10	
		政府預金 △10	

③ 総合効果

金融機関		日銀	
国債+10	預金+10		

従って準備ポジションに余裕があるとすれば、追加的な日銀信用の供給がないとしても、金融機関は当然民間貸出を削減することなく国債を購入しうることになる。第5表はそのことを貸借対照表によって示したものであるが、“loan-up”状態下にある第4表との差はそれらの総合効果において明瞭である。金融機関が“loan-up”状態にない第5表においては、金融機関は国債引受時点で貸出を回収して日銀預け金の余裕を作り出す必要はない。それゆえ、財政支出の結果有効需要が新たに創造され、同時に預金通貨も増加することになる。金融機関が“loan-up”状態にある場合には、準備に余裕がないためそのままであれば国債引受はその分貸出枠の減少を不可避とするが、“loan-up”状態にない場合には、第5表の総合効果に示されるように、国債引受と財政支出資金とが見合い貸出への影響は生じない。

非“loan-up”状態においてはまさに次の伊藤豊輝氏の主張が妥当する。「100の国債が市中金融機関引き受けにより発行されたとき、その時点では、金融機関のバランスシート上では、資産面で100の国債が増加する一

方、100の現金（日銀預け金）減少が生ずることとなる。…ポジション改善のためには民間向貸し出しや有価証券投資の削減が必要となるので、ここから国債増発は民間企業への貸し出しを制約するという考え方が出てくる。／しかし…国債発行代わり金が財政資金として民間に散布される時点では、ほぼ100にひとしい預金流入を生じ、その分だけポジションは好転することになるのである。／…したがって、財政資金支出の段階まで含めてみれば、金融機関全体としては、100の国債（資産）増加と、ほぼ100に近い預金（負債）増加とが見合うこととなり、そのポジションは現金として手元に保留されるわずかの部分しか悪化しない」（伊藤豊輝「国債増発を考える 上」『日本経済新聞』1975年10月13日付朝刊）。つまり、市中引受によっても対民間信用は影響を受けず、財政支出は实体经济に対しプラスの有効需要、通貨供給効果をもたらすのである。

このように、金融機関が“loan-up”状態にない場合には、国債引受と民間貸出とが競合することはなく、赤字財政資金の散布によって通貨が追加投入され追加の有効需要が新たに形成されることになるが、以上の貸借対照表を用いての議論をIS-LMモデルで説明すれば次のようになる。まず、LM曲線について言えば、金融機関が信用創造力をベースとして国債を引受ける一方、財政散布を通じて貨幣供給量が増加するのでLM曲線は右にシフトする。そのため、IS曲線が政府支出の増加と共に右にシフトしても、利率上昇による民間投資の減少によって財政効果が相殺されるということはない。従って、赤字財政支出によって通貨供給および有効需要は着実に増加する。また、国債発行一般がそうであるように、発行が不況期に行われる場合には、IS曲線は民間投資の減退によって左へシフトするので財政支出にもかかわらず利率の低下さえ起りうるのである。<sup>(3)</sup>不況期で企業の資金需要が盛り上がらず、そのため遊休貨幣資本をかかえた銀行にとっては、国債の市中発行は民間貸出と競合するどころか、国家によ

る格好の投資対象の提供となる。

以上、中央銀行が「裁量的判断」によってハイ・パワード・マネーの供給を変えないという仮定の下で、金融機関が“loan-up”状態にあれば、国債の市中発行は完全な金融的クラウドイングアウトを引き起すという市中引受＝非インフレ説の議論に対し、われわれは“loan-up”状態は常時成立するものではないこと、従って金融機関が“loan-up”状態にない場合には、完全な金融的クラウドイングアウトは生じえないことを明らかにしたのであるが、これまでの議論では、金融機関が引受原資を貸出の回収によるか、準備預金の取り崩しによって調達するのかが問われた。引受か貸出かがヨリ重要な論点をなすからである。ところが、市中引受といっても、近年その比重を増しつつある金融機関手持ち有価証券の売却金、あるいは個人貯蓄を引受原資とする場合、金融機関が仮に“loan-up”状態にあったとしても完全な金融的クラウドイングアウトはその発生基盤を失う。最後に、貸借対照表を用いてこの点を確認しておこう。

第6表は金融機関が手持有価証券を売却し、その資金で国債を引受けるケースである。金融機関が引受代金捻出のため保有証券を売却する際、当該有価証券を購入する企業・個人は預金を引き出す。そのため金融機関は日銀預け金を取り崩すが、しかし財政散布による本源的預金の流入によって日銀預け金はもとにもどる。総合効果としては、資産の部で有価証券が減ってその分国債が増えることになる。この金融機関の総合効果を第4表のそれと比較すれば、有価証券売却ケースでは財政支出によって有効需要が必ず増加することがわかる。第6表では国債引受に伴って減少するのが貸出ではなく既保有価証券保有であるため、市中引受によっても貸出の回収・削減に起因する民間支出の減少は生じないからである。また、企業・個人の総合効果のところでは財・サービス10の減少が記録されているが、それは企業・個人が財政支出による追加的有効需要を享受したことを示す。

第6表 有価証券売却ケース

① 国債発行

企業・個人	金融機関	日 銀
有価証券+10 預 金 $\Delta 10$	有価証券 $\Delta 10$ 現 金+10 現 金 $\Delta 10$ 国 債+10 日銀預け金 $\Delta 10$	政府預金+10 金融機関 預け金 $\Delta 10$

② 財政支出

企業・個人	金融機関	日 銀
預 金+10 財・サービス $\Delta 10$	日銀預け金 +10   預金+10	金融機関 預け金+10 政府預金 $\Delta 10$

③ 総合効果

企業・個人	金融機関
有価証券+10 財・サービス $\Delta 10$	有価証券 $\Delta 10$ 国 債+10

ただ，“loan-up”状態にない第5表と比較した場合，第6表の有価証券売却ケースでは第4表と同様“loan-up”状態が想定されているので，準備預金の増加がない以上預金通貨供給の増加はない。しかし，それはあくまでバランスシート上のことである。貸借対照表は实体经济の活動を逐一すべて映し出すわけではない。国債引受の究極的原資は企業・個人の預金であり，その預金が財政活動を介して通貨として实体经济に投入されているのである。つまり，金融組織からの貨幣の流出（国債引受）と流入（財政資金の預金化）との間において，財政活動によっていわゆる遊休貨幣の活性化という形で流通過程に追加的貨幣が投入されているのである。

第7表はもう一つのケース，つまり国債が個人・企業の預金，あるいは

第7表 個人引受ケース

① 国債発行

個人		金融機関		日銀	
預金 $\Delta 10$		日銀預け金 $\Delta 10$	預金 $\Delta 10$		政府預金 $+10$
国債 $+10$					金融機関預け金 $\Delta 10$

② 財政支出

個人		金融機関		日銀	
預金 $+10$		日銀預け金 $+10$	預金 $+10$		金融機関預け金 $+10$
財・サービス $\Delta 10$					政府預金 $\Delta 10$

③ 総合効果

個人		金融機関		日銀	
国債 $+10$					
財・サービス $\Delta 10$					

資金運用部の資金によって引受られる場合である。この場合、財政支出の有効需要および流通貨幣量に対する効果は有価証券売却ケースと等しい。金融機関勘定の総合効果が空欄であることから明らかであるように、“loan-up”状態にあっても国債の引受を貸出の削減によって相殺する必要はない。それゆえ、市中引受の下でも貸出の回収・削減によって企業・個人の支出が制約を受けることはない。個人勘定の総合効果における財・サービスの減少は、財政支出による有効需要効果の証明である。また、この個人引受ケースでも、有価証券売却ケースと同様、金融機関が“loan-up”状態にあれば、準備金の増加がない限り預金通貨の増加はないのであるが、そうしたバランスシートの背後の実体経済においては、やはり個人の遊休貨幣（預金）が国債発行・引受を介して財政散布により外から流通過程に投入され、その間、流通貨幣量は確実に増加するのである。

以上、第一に、完全な金融的クラウディングアウトは中央銀行信用不変の下で、しかも金融機関が“loan-up”状態にある場合に唯一生じうる可能性のあること、しかし第二に、前提となる“loan-up”状態は常時成立するわけではないこと、第三に、その場合には当然完全な金融的クラウディングアウトは生じないこと、そして第四に、市中引受でも既発有価証券の売却金や個人の貯蓄を原資とする場合には、たとえ金融機関が“loan-up”状態にあっても完全な金融的クラウディングアウトは生じないことを明らかにした。完全な金融的クラウディングアウトが生じない場合には、赤字財政支出によって流通過程に追加的貨幣が投入され、追加的有効需要が創造されることになる。

- (1) 経済企画庁監訳『アメリカ経済白書』（大蔵省）所収の「預金金融機関の総支払準備及びマネタリー・ベース」表参照。
- (2) 当時大蔵省銀行局長であった田辺博通氏も伊藤豊輝氏（当時日銀調査局長）と同様の見解を表明している。「国債が大量に発行されても、不況対策を含めて相当の財政支出が行なわれているのであり、財政資金はかなりの散布超過になる。…それが…金融機関サイドから考えれば、預金の増加になってハネ返ってくる。つまり、金融機関全体から見ると国債を消化するために民間貸出をカットしなければならぬということにはならない」（田辺博通「国債を抱いた金融」の円滑を期す）『金融財政事情』1976年1月5日号、74頁）。この田辺氏の見解も伊藤氏のそれと同様、金融機関が“loan-up”状態にない場合に成立するものであるが、両氏の議論が不況期を前提としてのことであるからその局面での事実認識としては的を得ていることになる。
- (3) 第1次石油ショック以降昭和53年夏までは赤字財政膨張下において利子率の低下が生じたが、この間の分析については吉富勝「クラウディングアウト論の混迷を正す」（『金融財政事情』1979年9月3日号）を参照。

### 3 “loan-up” 状態下における日銀信用の受動性

前節においては、市中引受＝非インフレ説を支える2命題のうち一方の「裁量的判断」命題に基づく日銀信用一定という前提条件を取り敢えず認めた上で、他方の完全な金融的クラウドイングアウト命題を検討したのであるが、結局、金融機関が“loan-up”状態にあり、しかも国債引受が民間貸出と競合する場合は、唯一完全な金融的クラウドイングアウトの成立する可能性として残れた。しかし、結論を先取りして言えば、金融機関が“loan-up”状態にあるまさにその場合には、完全な金融的クラウドイングアウト命題が成立するための条件としての、そして今まで不問に伏されてきた中央銀行の「裁量的判断」命題は成立しない。つまり、中央銀行が「裁量的判断」によりハイ・パワード・マネー供給を変えないとすればという仮定は、金融機関が“loan-up”状態にある場合にはもはや成立しないのである。それゆえ、本節では“loan-up”の事態がいかんして成立するかその成立過程を分析することにより、そうした“loan-up”の事態に及んでは、ハイ・パワード・マネー供給問題は中央銀行の政策判断・裁量的判断の領域を越えたものとなり、中央銀行はハイ・パワード・マネーを国債引受代金を含めた銀行の資金需要に応じて受動的に供給せざるをえないことを明らかにする。ここに、中央銀行信用の受動性側面を一切否定する「裁量的判断」命題と共に完全な金融的クラウドイングアウト命題は完全に崩壊し、市中引受＝非インフレ説はその理論的支柱を失うことになる。

“loan-up”状態とは、具体的には金融機関の準備ポジションの悪化〔(貸出増＋証券投資増－預金増)＞0〕、従って金融逼迫を意味し、反対に非“loan-up”状態とは、準備ポジションの好転〔(預金増－貸出増－証券投資増)＞0〕を意味するが、企業活動の循環的拡大、収縮運動に伴って金融

市場は逼迫，緩和の運動を繰り返す。また，この金融市場の逼迫，緩和の運動が日銀信用のフロー次元における増減運動として現れることはすでに述べた。こうした金融の逼迫，緩和の反復運動では，一方が他方の前提となり互いに因果の連鎖を形成するのであるが，基本的関係で言えば，準備ポジションの悪化は，準備ポジション好転期における企業活動に呼応した金融機関の積極的な与信活動の結果である。

景気が循環を開始する不況期には，産業資本活動の停滞により資金需要は縮小し，そのため準備ポジションは好転する。「産業資本が生産資本と商品資本とのどちらの形態でも収縮している時期，つまり恐慌のあとの循環開始期」(*Das Kapital, Marx-Engels Werke*, Bd. 25, Dietz Verlag Berlin, 1964 [以下 K III と略す], S. 511)，およびそれに続く「好転は始まっているがまだ商業信用が銀行信用をわずかしか要求しない時期」(ibid.)，これら不況・停滞期には，一方で「以前は生産や商業で充用されていた貨幣資本が遊休貸付資本」(ibid.)として金融機関に堆積するが，他方では企業の資金需要はいまだ活発化しない。それゆえ，この時期には，豊富な貸付資本と産業資本の収縮との同時並存により金融機関の資金状態は余裕含みとなる。

その後，こうした金融機関の準備ポジションの好転を背景に，景気回復，好況化過程での企業の資金需要の高まりに呼応する形で，金融機関は融資活動を積極化する。この活発な融資活動は，当面は準備ポジションの悪化を引き起すことなく，ポジションの余裕を維持しつつ持続し，その下で景気は一層の上昇過程を辿ることになる。つまり，景気の過熱化が生ずる前の段階においては，資金は順調に銀行に還流し，また企業の側でも手元流動性に余裕があることから「豊富な貸付資本と産業資本の大膨張」(K III 506)が同時に現れる。すなわち「この段階では銀行の貸出が増加して貸出市場は繁忙化しても，銀行組織全体としては貸出の増加と預金の増加が

ほぼ見合っており、預貸金バランスは著しい不均衡になることはない（石田定夫『金融市場』東洋経済新報社、1976年、93頁）。

しかし、貸出を通じて供給された預金通貨は、いずれ企業・個人によって漸次引き出され、銀行部門から他部門へ流出していく。「他の企業への資金決済や、従業員への給料・賞与の支払が大幅に増大し、さらに政府への租税の支払、海外への輸入代金の決済も次第に増加」（同）し、この過程で企業部門の預金通貨は銀行から引き出されて、所得流通へ、あるいは日本銀行部門へと流出していくのである。その結果、「銀行の預貸金バランスが与信超過の状態に変わっていき、準備ポジションは悪化していくことになる」（同書、94頁）、すなわち、金融機関の資金繰りは緊迫化する。

この預金流出によって準備ポジションは悪化し、“loan-up”状態の成立を経てさらには準備不足となるが、その準備不足は日銀信用によって補われる。日銀としてもこの時点においてはもはや準備補填を拒否することは出来ない。なぜなら、日銀が補填を拒否すれば、金融機関は預金支払い不能から倒産に陥るからである。金融機関が最初から預金を上回る貸出を行う目的で日銀信用を受けるという場合には、日銀信用が拒否されても経済界に特別の波瀾が生じることはないかもしれないが、一般に準備ポジションの悪化は準備ポジション好転期の与信活動の結果であり、従ってその際日銀信用はバランス変数として受動的に出動せざるをえない。もちろん、日銀は、金融政策、それこそ裁量的判断によって金融機関の与信活動に規制を加え、そのことによって間接的に将来の日銀信用に対する需要を大枠としてコントロールしうるのであるが、しかしすでに生じた預金流出・準備不足に対しては受動的に対応せざるをえないのである。「まず貸出・有価証券(L)に相当する預金(D)ができる。その(D)がタイム・ラグをもって引出されて現金通貨として流出する。この現金流出部分は日本銀行借入(B)で補填せねばならぬ。…日本銀行としてもこれに $\dot{\phantom{x}}$  応ぜざるを

えない」(外山茂, 前掲『金融問題 21 の誤解』3頁, 5頁)。

このように、金融機関の与信活動の循環的運動過程において、“loan-up”状態、準備不足とバランス変数としての日銀信用とは個々別々の事柄ではなく、両者は有機的關係にあり、ポジション不足は日銀信用の受動的対応を不可避とするのであるが、この“loan-up”状態と日銀信用との關係は、“loan-up”状態下での国債市中引受と日銀信用との間にも成立する。“loan-up”時の金融機関引受は日銀信用を不可避とする。つまり、その場合の金融機関引受は準備ポジションの一層の悪化を通して日銀信用の受動的対応を迫る。景気変動に規定された金融機関の準備ポジションの好転→悪化の運動とそれに受動的に対応した日銀信用の減少→増加の波動運動があくまで運動の基本をなし、国債の金融機関引受はその基本的運動を増幅することはあっても崩すことはない。循環局面で言えば、“loan-up”状態は景気が過熱段階に達したことを意味し、従って通常そのような時に赤字国債が増発されることは少ないであろうが、仮にその局面で国債が金融機関引受で発行されるとすれば、それはすでに預金流出によって生じた準備ポジションの悪化を激化させ、バランス変数としての日銀信用の受動的供給を一層不可避とする。それゆえ、金融機関が“loan-up”状態にある下で市中発行が行われる場合、日銀信用一定という仮定が成立すれば、引受と貸出とが競合し、完全な金融的クラウディングアウトが成立するのであるが、“loan-up”時こそ日銀信用一定という「裁量的判断」命題は成立せず、日銀信用の受動的対応が必然化し、従って前節で残されたこのケースにおいても完全な金融的クラウディングアウトは成立しないのである。<sup>(1)</sup>

尚、これまでの議論においては、完全な金融的クラウディングアウトが仮に成立し、引受によって貸出が締め出される場合には、財政支出による需要創出は貸出の削減による民間支出の減少によって相殺され、従ってスベンディング政策はその需要創出効果を失うということが前提とされてき

た。そのうえでそうした完全な金融的クラウディングアウトは一切生じないことを明らかにした。しかし、さらに言えば、前掲第4表に示した完全な金融的クラウディングアウトが仮に成立する場合でも、金融的クラウディングアウトによる貸出の回収・減少が、民間支出の減少による有効需要の減少をもたらすとは必ずしも言えないのである。すでに見たように、第4表が前提とする日銀信用一定、金融機関の“loan-up”状態という最も厳しい条件の下では、財政散布10によって預金が10増加するため、金融機関は貸出10を削減することにより預金設定を10だけ縮小して準備率を維持せざるをえない。しかし、財政散布を通して新たに形成された預金10は、企業・個人がその使用・処分権を持つところの預金通貨である。その点では、貸出によって設定、供給された預金通貨と変りない。それゆえ、金融機関の貸出が10減少しても、企業・個人が保有する預金通貨量そのものは計100で変らない。変化は預金通貨の供給ルート上のことにすぎない。つまり、市中発行前には、預金通貨100は貸出100を通じて供給されていたのであるが、市中発行後では、貸出90、財政散布10を通じて供給<sup>(2)</sup>される。それゆえ、金融的クラウディングアウトといってもそれは形式的にすぎない。民間主体に対する資金供給ルートが一部貸出から財政散布に振り替えられたにすぎず、従って民間部門の予算制約条件は貸出の減少によっても実質的には何ら悪化せず、それゆえ、予算・購売力削減による支出の減少は生じない。要するに、完全な金融的クラウディングアウトは、民間の資金需要、貸出を完全に締め出すという意味で形式的にも、また民間の予算制約条件を悪化させるという意味で実質的にも生じないのである。

完全な金融的クラウディングアウトの形式的かつ実質的不成立説は、国債市中発行の市場利子率への影響を否定するものではない。問題はその影響の程度、利子率の上昇程度である。例えば、第4表が表す資金の需給関係において、国債市中発行によって利子率が $a\%$ に上昇し、その上昇した

利率の下で完全な金融的クラウディングアウトが成立すると仮定しよう。この場合、第4表に示される完全な金融的クラウディングアウトが実際には成立しないということは、換言すれば、市引発行によっても第4表に示される資金の需給関係、つまり利率の $a\%$ 水準への上昇は生じないということである。今、議論単純化のため仮に利率決定に関わる資金市場が貸出と国債引受をめぐる資金の需給関係からのみなるとしよう。その場合、 $a\%$ の利率上昇は、資金供給量一定の下で市中発行に伴う追加的資金需要が新たに加わったために生じるのであるが、実際にはそうした資金の需給関係は成立しないのである。なぜなら、金融機関が“loan-up”状態になる場合には余裕準備をベースとする信用創造により、また“loan-up”状態にある場合には受動的日銀信用の供給により、さらに引受が有価証券の売却、民間貯蓄を原資としてなされる場合には遊休貨幣資本の活性化により、資金供給が増加するからである。また、仮に金融的クラウディングアウトの成立余地がある場合でも財政資金散布による企業金融の緩和により、その分民間の資金需要が減少するため、財政側の資金需要の増加があっても全体としての資金需要は結果的に増加しないからである。

市中発行も貸出需要、事業債・金融債の発行と同様、追加的資金需要要因である以上、それが無い場合と比較すれば利率に対して上昇圧力をもたらすことはまちがいない。しかし、利率は完全な金融的クラウディングアウトが成立する $a\%$ までは上昇しないのである。それゆえ、赤字財政支出によって実体経済に対し追加的有効需要が新たに加えられ、またその際同時に流通過程に対しては貨幣が追加投入されるのである。

- (1) 金融の国際化時代にあつては、中央銀行信用ばかりではなく、国際的資本移動によっても金融機関のポジション不足、企業の資金不足は補填される。「アメリカのエコノミストやマーケット担当者は大方クラウディングアウトは発生していないと考えているようである。その理由として最も多く指摘された

のが資本市場の国際化という点であった。即ち、『仮にアメリカの国内で資金を調達することが困難であっても、海外（例えばユーロ市場）からいつでも自由に資金を取り入れることができる。現にアメリカの債券市場には海外から巨額の資本が流入している』（バンク・オブ・アメリカ、チェース、シティバンク、ニューヨーク連銀、テキサス・コマース）という説明である」（日本経済調査協議会『アメリカの国債管理政策』1985年、53-4頁）。

- (2) 貸出から財政散布への預金通貨の供給源の変化は、民間部門の側から見れば、財政散布による「企業金融の大きな緩和」（白石栄一「債券売却による改善策にも限界」『金融財政事情』1983年3月7日号）、貸出需要の減少を意味する。「巨額の財政資金が公共投資等の形で企業の後ろから不断に流れており、そのウェイトがいかに大きいかは、実際に窓口担当者として肌で感じている」（城川龍三「特集座談会 国債大量発行下の融資ビヘイビア」『金融財政事情』1980年8月18日号、14頁）。

#### 4 中央銀行引受と市中引受

以上、われわれは市中引受によっても有効需要および流通手段が追加されることを明らかにした。従来少なからぬ論者によって日銀引受と決定的に異なるとされてきた有効需要効果、流通手段供給効果において、むしろ市中引受は日銀引受と同質性を有するのである。それでは両者の違いはどこにあるのか。日銀引受ケースと市中引受ケースとはすべてが重なり合うわけではない。両者の間には、発行が可能性として無制限的であるのか制限的であるのかという点で区別性が存在する。それゆえ、本節では、日銀引受の場合との比較を通して市中引受に内在する発行の量的制限性を明らかにし、よって前節までの市中引受についての分析を補う。

第8表は、日銀引受のケースであるが、市中引受のケースと決定的に異なる点は総合効果において金融機関の日銀預け金が国債発行分だけ増加することである。市中引受の場合には、財政散布資金が本源的預金として金

第8表 日銀引受ケース

① 国債発行

日 銀	
国債+10	政府預金+10

② 財政支出

金 融 機 関		日 銀	
日銀預け金 +10	預金+10		金融機関 預け金+10
			政府預金 +10

③ 総合効果

金 融 機 関		日 銀	
日銀預け金 +10	預金+10	国債+10	金融機関 預け金+10

融機関に流入しても、それは引受の際の預け金の減少を補うに留まるが、日銀引受の場合には、国債発行時の預け金の減少がないため財政支出に伴う準備預金の増加はそのまま残るのである。それゆえ、日銀引受は金融緩和要因となる。準備預金の純増は、金融機関の準備ポジションの好転化により信用供給力を高めるからである。日銀引受の無制限性は、こうした引受が金融緩和要因となり引締め要因にはならないということに拠る。引締め要因とならなければ、国債発行は金融市場の制約を何ら被らない。しかも、国債の利払いは政府と中央銀行の間で形式的に行われるにすぎず、実質的な利払いは発生しない。こうして、日銀引受発行は、金融市場、利子負担の制約から解放され、無制限発行の可能性を獲得するのである。

満州事変以降、特に日華事変以降の赤字国債の発行は、わが国における中央銀行引受による国債発行の一典型をなし、また中央銀行引受であるが故に、その発行規模は容易に巨大化したのである。金解禁恐慌下での時局匡救費、および満州事変勃発（昭和6年9月18日）に伴う軍事費の必要

第9表 戦前期財政赤字の推移

(単位: 百万)

年度	新規発行 <sup>(1)</sup>	日銀引受 <sup>(2)</sup>	預金部 <sup>(3)</sup> 引受	国債 <sup>(4)</sup> 消化率	国債 <sup>(5)</sup> 依存度	国債残高 <sup>(6)</sup>	新規発行 <sup>(7)</sup> 国民所得	国債残高 国民所得	卸売物価 <sup>(8)</sup> 指数
	7	722	88.3%	8.7%	98.3%	32.3%	5,664	6.4	50.0
8	840	89.7	10.3	99.3	33.6	6,724	6.8	54.2	95.1
9	830	81.7	18.3	99.6	33.1	7,688	6.3	58.5	97.0
10	761	86.9	13.1	77.2	30.0	8,522	5.3	59.0	99.4
11	685	82.5	17.5	91.9	25.7	9,258	4.4	60.0	103.6
12	2,230	74.5	15.7	87.4	20.8	11,517	12.0	61.9	125.8
13	4,530	72.3	17.2	87.6	19.1	16,065	22.6	80.3	132.7
14	5,516	63.8	27.2	80.8	26.1	21,628	21.8	85.3	146.6
15	6,885	63.8	27.5	76.2	19.9	28,611	22.2	92.2	164.1
16	10,191	71.8	21.1	83.6	28.0	39,249	28.4	109.5	175.8
17	14,259	66.8	23.5	94.7	4.2	54,222	33.8	128.7	191.2
18	20,879	66.5	28.7	90.8	13.5	76,661	43.1	158.2	204.6
19	30,280	63.7	34.3	87.0	25.6	106,745	53.2	187.5	231.9
20	33,431	48.6	35.7	128.9	38.4	139,923	—	—	336.0

(注) (1), (2), (3), (6) 大蔵省昭和財政史編集室『昭和財政史』第6巻(東洋経済新報社, 1954), 付属統計資料, 第7表(pp. 26-7)より作成。

(4) 昭和7~12年度は前掲『昭和財政史』第74表(p. 254)より, 昭和13年度以降は, 日銀『日本金融史資料』昭和篇, 第30巻, 統計pp. 9-10より作成。

(5) 大蔵省・日本銀行『財政経済統計年報』(昭和23年), pp. 29-33 および p. 206より作成。

(7) 国民所得は経済企画庁『国民所得白書』(昭和38年度版), 第1表より。

(8) 日銀『日本金融史資料』昭和篇, 第27巻, p. 495より。但し, 昭和9年~11年平均=100。

から、昭和7年に開始された国債の大量発行は、日華事変（昭和12年7月7日）以降、軍事費調達化傾向<sup>(1)</sup>を強めながら第9表に示されるように、大太平洋戦争直前には対国民所得比で2割、戦争中は3割を越える規模にまで膨張するが、その大半が日銀引受によるものであった。残高についても、内国債残高の対国民所得比は昭和7年時点ですでに50%に達していたが、その後の大量発行の継続により国民所得額を上回り、国民所得の約2倍の規模にまで累積したのである。

当時、日銀引受による発行の場合でも、後に売りオペによって市場に散布された財政資金を回収すれば、日銀引受は事実上市中引受に転化し、そのことによってインフレ圧力は封じ込められるとの判断により、日銀が一旦保有した国債はその大半が市中消化されたのであるが、こうした売りオペ操作によって日銀引受発行の本質が解消されたわけではない。日銀は、昭和7年以降国債担保貸出し優遇策を取り、国債担保貸付は新規国債発行利回りを下回る利率<sup>(2)</sup>で、しかも無制限<sup>(3)</sup>に行われた。つまり、売りオペといっても金融機関の国債購入資金は日銀によって供給されたのであり、その下で金融機関が国債利回りと借入金利息との差額分の利鞘をかせいだにすぎない。それゆえ、売りオペによる市中消化といっても、それは日銀引受発行の偽装でしかなかった。戦争圧力があつたとはいえ、発行規模が国民所得の5割に達し、残高が国民所得の2倍に達するまでの大量発行は日銀引受方式の下でこそ可能となったのである。

他方、市中引受の場合、国債の発行は金融市場および利払い負担の制約を受ける。第一に、市中発行は金融市場の逼迫化要因となる。すでに述べたように、市中発行は利子率に対し上昇圧力を与える。一般の事業債・金融債の発行と同様、国債の市中発行は新たな資金需要要因となるからである。最終的には、一方の国債増加と他方の財政散布に伴う預金増加とが見合うことになるが、しかしそこにはタイム・ラグが存在する。それゆえ、

市中発行は、財政資金が預金として金融機関に還流してくるまでの間、準備ポジションの悪化要因となり、その分金融を逼迫化するのである。昭和50年代について言えば、大量発行下にあっても、特に大企業に顕著な自己資本の充実化と蓄積率の鈍化による法人部門での資金不足の縮小<sup>(4)</sup>、および海外資金調達<sup>(5)</sup>の拡大により、市場はなお国債受入れ余地を残す。しかし、市中引受発行がヨリ大規模化すれば、国債発行による利子率の上昇が現実化しよう。そうした市場利子率の上昇、ないしはその予想は国債の市中引受発行の制約となる。

市中引受に内在する第二の限界は、金融のマクロ（金融機関全体）とミクロ（個別金融機関）の乖離がもたらす金融機関内部の軋轢、そのことによる引受への抵抗である。金融機関全体として見れば、国債引受（資本流出）と財政散布による預金増加（資金流入）とは事後的にほぼ一致することになるとはいえ、個別金融機関については必ずしも一致しない。いわゆる都銀の引受シェアが財政散布資金の捕捉率より大きいという問題である。例えば、引受シェアと捕捉率の乖離問題が最も表面化した昭和54年には、都銀の預金増加額に占める国債消化額の比率は91%を記録したが<sup>(6)</sup>、こうした金融機関内部での不均衡はコール・マネーの受渡しによって調整される。その際、コール・ローンの利回りが国債利回りを上回る場合には、都銀はその差額を損失と見做し<sup>(7)</sup>、引受シェアの引下げを求めることになる。このような金融のマクロとミクロの乖離から生ずる金融機関内部の利害対立は、引受業務に対するブレーキとなり市中発行に制約を課す。

もちろん、この金融のマクロとミクロとの乖離問題はシンジケート団引受方式という統制的引受機構の下で生ずることである。わが国において、なぜその統制的引受機構が維持されてきたのかと言えば、それは当該方式が安価で確実な資金調達を政府に保証するからである。しかし、いくら低利とはいえ、発行量が増加すれば利払い額は増加せざるをえない。この利

## 国債発行とインフレーション

払い負担が市中引受に内在する第三の制約である。すでに第1表で示したように、国債残高が対国民所得比で4割に達した今日、国債費は一般会計歳出総額の2割を占める最大費目となり、財政への侵食が深刻化しつつある。大量発行が必然化する国債費増大による財政自由度の喪失、このことが市中発行に対して量的制約を課するのである。

第四の制約は、低利発行に対する金融機関側の抵抗である。低利発行は財政負担の軽減を計ろうとする政府にとっての至上命令をなすが、これは金融資本との利害対立を生む。近年の金融自由化と低金利政策との摩擦は、国債発行利回りをめぐる財政当局と金融機関との対立の一具体的現れに他ならない。金融の国際化および国債の流動化の下で現に進行しつつある金融の自由化は、一方で預金金利の上昇による銀行の資金コストの上昇を引き起し、他方国債の市場利回りと応募者利回りと乖離によるキャピタルロスの発生を現実問題化した。それゆえ、金融機関にとっては国債の応募者利回り引き上げ要求が至上命令となる。昭和56年6月から8月にかけての休債は、こうした政府の低利発行要求と金融機関の利回り引き上げ要求との対立の結果である<sup>(8)</sup>。

要するに、日銀引受発行の場合、その本質が国家紙幣の増発であることからハイパーインフレ、再生産構造の崩壊という限界を別とすれば、発行規模に制限はない。これに対し、市中引受発行の場合、発行規模の拡大は、民間の資金需要との競合、引受シェアと財政資金捕足率との不一致に起因する金融機関内部での利害対立といった金融市場、引受体制面での制約、また財政負担の軽減化を旨とする当局の低利発行要求と金融機関の利回り引き上げ要求との対立を孕む国債費負担面での制約を受け、短期的にはその都度、限界を画される。日銀引受と市中引受とは、その有効需要効果、流通手段貨幣の供給効果の面で同質性を有するが、引受可能な規模、発行可能な規模に関しては明確な相違が存在するのである。

- (1) 前掲『昭和財政史』第6巻, 第45表(163頁), 第81表(292頁)を参照.
- (2) 中島, 前掲書, 表3-3(65頁)参照.
- (3) 同上, 70頁参照.
- (4) 前掲『国債の累増と日本経済』第Ⅱ部第2章を参照.
- (5) 近藤隆雄「海外資金調達にいかにか臨むべきか」『金融財政事情』1986年4月14日号参照.
- (6) 米澤潤一編『国債』大蔵財務協会, 1986年, 第3-15表(152頁)より.
- (7) 西村功「国債の大量発行は資金偏在を一段と激化させる」『金融財政事情』1976年1月19日号参照.
- (8) 西村功「財政, 国債危機打開への提言」『金融財政事情』1982年6月21日号参照.

## 5 国債発行とインフレーションとの関連についての結語

以上, われわれは, 市中引受=非インフレ説の理論的根拠をなす2命題, すなわち, 日銀信用供給に関わる「裁量的判断」命題, およびその下での完全な金融的クラウディングアウト命題は共に成立せず, それゆえ, 市中引受によっても日銀引受の場合と同様, 財政支出を通して追加的購買力, 追加的流通手段が市場に投じられることを明らかにした. つまり, 市中引受をヨリ詳細に(1)金融機関が“loan-up”状態にない場合, (2)“loan-up”状態にあっても引受原資が有価証券の売却か個人貯蓄によって調達される場合, (3)“loan-up”状態にあっても貸出と引受の競合の可能性が存在する場合の3ケースに分け, (1), (2)の場合には, ハイ・パワード・マネー供給一定であっても赤字財政支出を通じて有効需要の担い手としての追加的貨幣が流通過程に投入されること, (3)の場合には, 日銀信用がバランス変数として受動的に出動せざるをえないが故に, この場合でも完全な金融的クラウディングアウトは成立せず, 従って追加的貨幣が流通過程に投じ

られることを明らかにした。但し、市中引受の場合には、短期的にはその都度、引受・発行に量的制約、上限が存在し、この点が日銀引受の場合と異なるところであった。

このように、資金調達为国債の日銀引受発行によるものであれ、また市中引受発行によるものであれ、赤字財政支出によって追加的購買力としての貨幣が流過程に新たに投入されることになるが、徴税に裏づけられた国債の償還が規則的になされる場合には、この追加的貨幣は、資本支出なり消費を目的として企業・個人によって流過程に投入される貨幣と何ら変るところはない。しかし、国債の償還がなされない場合、あるいは借換によって償還が絶えず先送りされ、その結果未償還債の残存、累積が生ずる場合、あるいはすでに進行中のインフレによって名目的には償還がなされても実質的には未償還部分が残る場合、要するに、実質タームで国債の償還が行われない場合、赤字財政支出によって流過程に投下される追加的貨幣は、そのまま流過程に残留し、国家紙幣と同じく流通必要量を上回るインフレ・マネーとなる。

インフレ・マネーは、流通必要量を上回る貨幣であるという点で、企業・個人が将来の利潤、所得による返済を前提として借り入れを行い、その借入金から支出される貨幣とは決定的に異なる。インフレ・マネーの供給は、長期平均的に物価の上昇、貨幣価値の減価をもたらす。赤字財政支出の結果、その波及効果として生産・雇用の増加が生じたとしても、インフレ・マネーが貨幣価値の減価をもたらすことに変わりはない。資本活動の場合、企業は貨幣資本を通流界に投じる過程で生産増加につながる有効需要を創出すると同時に、後に自らが商品を通流界に投じることによって今度は貨幣を回収する。なお、最初に投じた貨幣が銀行からの借り入れによるものであれば、その貨幣はさらに返済によって銀行にもどる。すなわち、貨幣は最初の持ち手・出所に還流する。これに対し、国家紙幣に象徴され

るインフレ・マネーの場合には、貨幣の出所への還流は実現しない。国債の実質的未償還により投入貨幣の徴税による回収、還流が行われなければ、当該貨幣は国家紙幣の場合と同様流通過程に残存し、貨幣価値の減価をもたらす。

国債は一旦発行されれば、戦前、戦後の事例が示す如く、残高は累積し、しかもすでに進行中の独占価格インフレの下で実質的未償還債の累増は避けられない。それゆえ、結局、赤字財政支出によって流通必要量を上回るインフレ・マネーが市場に投入されることとなり、物価の趨勢的上昇、貨幣価値の減価が生ずる。古典的な国家紙幣インフレは、金融制度の高度化に対応して国債発行という新たな装いの下で今日なおその生命を維持するのである。