

大会論文（自由論題）

累積的国債発行の弊害と 中央銀行の債券オペレーション¹

（1991年11月-1997年3月）

前田 尚子
（早稲田大学大学院）

要約

本稿の目的は、政府が国債の増発を継続する場合の金融政策当局における公開市場操作の特徴を明確にし、さらに同ケースにおける財政および金融政策当局間の協調方式を明らかにすることにある。まず、長期国債流通市場の市場環境と中央銀行の行動について、(1)国債の弊害が生じていないケース、(2)同弊害を金融政策当局優位の政策運営にて対処しているケース、(3)同弊害を財政当局優位の政策運営にて対処しているケース、以上3ケースに分けて仮説設定を行った。次に、Granger-Causality テストとインパルス応答関数を用いて仮説検定を実施し、以下のような結果が得られた。第1に、債券の流通量については金融政策当局優位の政策運営により調整が実施されているものの、実際に国債の流通利回りを引き下げ、物価水準を調整しているのは、財政当局であると考えられる。したがって、当分析結果ではクラウディング・アウトは認められなかったものの、財政当局による国債引受・購入の原資の枯渇は同現象を引き起こすことが十分予想される。第2に、財政当局の国債引受はベースマネーの拡大を伴わなくとも、物価水準を上昇させることが結論として得られた。これら2点は、既に日本経済が、累積的国債発行の弊害であるクラウディング・アウトやインフレーションを引き起こす要因を内包している可能性を示すものと考えられる。故に、筆者は、たとえ日本経済がデフレスパイラルに陥っていたとしても、調整インフレ政策や日銀国債引受案を現状の日本経済に適用することは不適切であると考えられる。

キーワード：長期国債流通市場、累積的財政赤字、クラウディング・アウト、インフレーション、
財政・金融政策当局

1.はじめに

政府が慢性的財政赤字に陥り、さらに国債を増発して資金調達を行おうとするとき、(1)長期国債流通市場において金融政策当局が行う公開市場操作の特徴がいかなるものであるか、また、(2)金融政策当局が、国債市で安定消化の支

援や、クラウディング・アウト及びインフレーションといった国債増発に起因する弊害の対処について、財政当局といかなる協調方式を採用しているのか。これらの点を、本論文はデータの時系列構造を考慮にいれた諸変数の因果関係の究明を通じて明らかにする。

政府に巨額の財政赤字が累積していくとき、中央銀行は

いかなる程度の独立性を保ち、国債流通市場において金融政策を実行することが可能であろうか。日本銀行（以降、日銀と表記）は長期国債流通市場における購入オペレーションを、物価安定という政策目標の範囲内で成長通貨もしくは一時的な短期資金を供給する金融政策手段であると説明している。他方、日銀が国債流通市場に対してマネーサプライ以外の観点からも関心を持つとするならば、次の2点が考えられる。まず1つは財政資金調達の見点である。日銀は政府預金を預かり、支払準備を適正な水準に維持しながら、関連官庁と密接な連絡をとりつつ政府資金繰りの衝に当たっている²。したがって我が国の国債依存度の高さを念頭におけば、国債発行およびその消化動向を左右する国債流通市場に対して、日銀が関心を持つことは十分に推測される。もう1つは、財政赤字が引き起こすクラウディング・アウトの見点である。国債の大量発行に起因するクラウディング・アウトは、持続的な経済成長と国債市中安定消化を阻害し、またインフレーションを引き起こす要因と考えられる。したがって金融政策当局は国債発行時の流通利回りの上昇についても相応の関心を持つものと推察される。金融政策当局の公開市場操作は、財政当局と協調しつつ、これらの課題を対処し得る政策変数としても用いられることが考えられる。だが一方で、それは言わば「国債の貨幣化」そのものであり、物価水準を上昇させる可能性を持つ。本論文では自己制約的であるが、その実施には法的制約が課せられていない金融政策当局の公開市場操作が、いかなるマクロ変数および政策変数から規定され、またこれらを規定しているかについて、Granger-Causalityテストおよびインパルス応答関数による分析を行い、Koopmansの外生性の概念を用いて検証を行う。

2. 先行研究

2.1 国債流通市場の育成と日銀オペレーションの変遷

マネーサプライに対するコントラビリティの即効性について様々な見解があるとしても³、金融政策とは究極的にはマネーサプライの管理であり、その意味において中央銀行が行う公開市場操作の目的も、本来は金融政策上の通貨供給そのものである。また、金融政策当局と財政当局の間には協調・補完的關係が何ら保証されている訳ではなく、特に国債発行を巡っては、一種のコンフリクトが生じる可能性が強いといわれる⁴。

だが、長期国債流通市場が、昭和50年代の国債大量発行を背景にして発展する過程においては、国債市中安定消化を目的とした財政・金融当局協調体制による市況対策がとられた⁵。日本における国債流通市場の安定を目的とした各政策当局の行動や協調関係を扱う先行研究は数少ないが、当時の日銀の対市中国債購入操作について、通貨供給以外にも当局の目的が存在することを論じたものとして、山田（1990）があげられる。それによれば、特に、国債市況悪化のもとで発行当局と国債引受シンジケート団（以降、シ団と表記）との国債発行条件の改定交渉が実施されるさいには、必ずといってよいほど日銀と国債整理基金の対市中国債購入操作が行われた⁶。この場合交渉の決裂、つまり休債は、政府資金調達不能であることを意味する。それゆえに、政府資金繰りを任とする日銀にとっても、国債の市中安定消化は重大な課題であった。中央銀行関係者は国債購入オペレーションについてこのような企図がない旨を論じているが、当時の日銀の当オペレーションにおける目的が、成長通貨の供給ばかりではなく、国債発行当局に対して協調的立場をとる相場の援護射撃であるという評価は有力であった⁷。

昭和59年（1984年）になると、日銀は国債購入オペレーションについて、当時同時期に開始された大手金融機関の国債ディーリング対策と将来予定している公共債の専門ディーラーの育成を目的として、新方式である「輪番オペ」を導入した。宮島（1996）によるとその概要は次の通りである。従来の国債買切オペレーションは対象銘柄が限られ、オファーから入札結果発表まで8時間もかかる等機動性にかけていた上に、当オペレーションそのものを市況対策とみなす考え方が、いまだ市場参加者の大半を占めていた。日銀はこれらの欠陥を是正するために、1回のオペレーションにおける金額の小口化、対象銘柄の多様化、そして入札の都度対象機関の入替を可能とする仕組みの導入を実現した⁸。

その後、国債の需給関係は大量償還を背景に良好に推移し、昭和61年（1986年）4月、一旦、資金運用部による国債購入は中断された。だが、我が国が1991年11月以降再び国債大量発行局面をむかえると、財政当局（資金運用部）は対市中国債購入を再開する等、政策当局の国債流通市場に対する動向にも変化が生じている⁹。

2.2 国債発行による弊害

クラウディング・アウトとインフレーション

日銀の公開市場操作における実施形態が定型化されたことは、市場に対する中立性が重視されつつあることの表われであり、長期国債流通市場における市場原理の導入は、制度面でかなり進捗してきたと考えられよう。だが、政府が慢性的な財政赤字に陥っている場合に、金融政策当局が守るべき政策ルールがマネーサプライの伸び率を一定に維持するというような狭い範囲の中で議論され得るのであろうか。M.Friedman(1968)に代表される従来のマネタリストたちは、慢性的な財政赤字が存在している場合においても、インフレーションだけはコントロールすることが可能であると主張してきた。だが、T.Sargent and N.Wallance(1981)は、この主張に対して次のような否定的見解を提示した。たとえ金融政策当局が緊縮的金融政策を遂行したとしても、財政当局が金融政策当局に優位な民主主義的財政過程では、慢性的財政赤字によりクラウディング・アウトが生じ(国債の実質利回りが経済の自然成長率を超え)、急速に成長する国債累積残高は、経済の規模に対する上限に達する。こうした状況下においても、政府は既発債の元利償還だけには応じなければならないので、最終的に通貨当局による追加的な通貨創造が行われ、将来のインフレーションは回避できない。だが、M.Parkin(1986)¹⁰が指摘しているように、T.Sargent and N.Wallanceのこの悲観的命題は、見方を変えれば、赤字公債の実質利率が金融政策・制度に感応的ではなく、かつマネーサプライの増加が低率で固定されている場合には、クラウディング・アウトが生じインフレーションが惹起される可能性があることを示唆しているにすぎない。他方、P.J.Miller(1983)も、たとえマネーサプライが安定的に推移したとしても、国債増発による利率の上昇がインフレーションを発生させる次のようなケースが存在すると論じている。まず、実物経済においては、クラウディング・アウトが経済成長を阻害するため、経済成長率がマネーサプライの伸び率よりも低位に推移しインフレーションが発生する。また、貨幣経済においては、利率の上昇がファイナンス工学により開発される金融商品の収益性をより高いものとし、貨幣同様に取引可能でリスクのない資産を供給することが可能となり、民間による「国債の貨幣化」が促進されインフレーションが生じる¹¹。これらの米国の先行研究からもわかるように、金融政策当局

が低率の通貨供給を政策として遂行したとしても、国債の累積的な増発はクラウディング・アウト、そしてインフレーションという弊害を経済に齎す可能性が考えられる。したがって、現実の実質利率がある程度金融政策に感応的であるならば、金融政策当局は、現在のマネーサプライの伸びについて極端な安定性を志向するよりも、一時的であり許容範囲内と考える物価水準の上昇とバランスをとりながら、国債発行により生じた利率の上昇に対して金融制度的措置(国債購入オペレーションを増加させる等)を活用するケースも考えられる。

ところで、我が国の経済はバブル崩壊後デフレ状態に陥り、1990年代後半を迎えてもその後遺症から脱することができない。こうした昨今の日本経済について、P.Krugman(1998)¹²は次のような見解を示している。長期経済成長率が低く物価水準が一定と予想される経済では、実質金利はマイナスになる可能性があるが、名目金利はマイナスになることが不可能だからインフレ期待が必要である。ところが現状の日本における民間経済主体は、物価上昇時に日銀は引締政策に転じるであろうと予想する。したがって、彼らにインフレ期待を与えるために中央銀行は、物価水準が上昇し始めても経済拡大型の金融政策をさらにとり続けることを民間部門に印象づける必要がある。このように議論を展開したP.Krugmanは、デフレスパイラルからの脱却のためには調整インフレ政策を採用すべきであると総括している。調整インフレ政策採用の失敗については、1973年我が国でも苦い経験がある¹³。現時点の日本経済も、累積的に国債が増発されてきた経緯にあり、米国の先行研究が示すようなクラウディング・アウトや、資金運用部引受および民間による国債の貨幣化、または(市況対策、クラウディング・アウトを是正するために実施されであろう)当局の追加的公開オペレーションにより、インフレーションを引き起こす要因は既に内在していると考えられる。

以上の議論を踏まえて本稿では、国債大量発行の局面を再び迎えた1991年11月以降の日本における長期国債流通市場をとりあげる。日銀の国債購入オペレーションが国債流通市場において果たす役割と、金融政策当局および財政当局との関わり合いをより明確にすることは、現状の日本における継続的な国債発行による弊害が、いかなる程度のものであるのかについて考察することに繋がり、調整イン

フレ政策採用等、今後の政策展開に示唆を与えるものと考えられる。国債流通市場の安定に関わる政策運営内容について日本を対象とした先行研究では、表・グラフによる綿密な分析が行われ、市場の発展途上時においては各政策当局が市況悪化の改善に貢献したことが論じられている。しかしながら、クラウドイング・アウトやインフレーションの対処も含めた各政策当局の行動や協調の有無について、統計的手法を明示的に用いた実証研究は、筆者が知る限り存在しないと思われる。

3. 中央銀行の国債購入オペレーション行動に関する仮説

本分析では、1991年11月から1997年3月までを対象とし、月次変動はあるが総体的には景気後退期に直面している日本経済下での、長期国債流通市場の市場環境と、これに対する中央銀行の行動について、3つのケースに分けて基本的仮説を設定する。まず、ケース1として、長期国債流通市場は今後継続が予想される国債増発をまだ十分に許容可能な状況にあり、既存の国債発行による影響は未だ軽微であると仮定する。こうした状況下では、物価安定を唯一の政策目標として行動することができる。したがって、中央銀行は政府資金調達を念頭に置いた国債市中安定消化の支援や、または、クラウドイング・アウトの是正を目的とした国債購入オペレーションは実施しない。

仮説 : 中央銀行は対市中国債購入操作を、国債流通市場(債券市況)に対して中立的なオペレーションと位置づけ、物価安定という目標の範囲内で、資金供給を実現する金融政策手段としてのみに活用している。

次に、中央銀行が国債増発による弊害を対処せざるを得ない2種類のケースを考える。まず、ケース2として、日銀が国債の弊害の対処について中央銀行優位に政策運営を実施することが可能であると仮定する。この場合の想定される国債発行の弊害とは、一時的な債券市況の悪化と、中央銀行がコントロール可能な範囲の物価水準の上昇である。金融政策当局はこれらのバランスに配慮しつつ、毎月の国債市中消化を目的とした一時的な債券の価格・数量調整を行う。本稿における債券の価格調整とは、流通利回りの上昇時、政策当局がこれを認識した後、購入オペレーションを発動し、その結果債券価格が上昇(流通利回りが低下)

に転じることを意味する。また、数量調整とは、購入オペレーションを実施した結果、その後の国債発行が増加すること、もしくは、国債が増発された結果、購入オペレーションを増加させることを指す。ケース2では中央銀行の政策がトリガーになることを想定しているため、数量調整については前者の立場をとる。

仮説 : 中央銀行は物価の安定を唯一の政策目標とはしない。これに加えて、国債市中消化を目的とした一時的な債券の価格・数量調整について、政策上のトリガーとなるか、もしくは単独で政策を運営しその効果をあげている。

最後のケース3では、国債大量発行に起因する恒常的な流通利回りの上昇(クラウドイング・アウト)と各政策当局の国債購入・引受や民間部門による「国債の貨幣化」に起因する物価水準の上昇が生じていることを想定する。さらにこのケースにおいては、物価安定と国債の数量調整については大蔵省国債発行当局¹⁴が、また価格調整については大蔵省資金運用部が、それぞれ金融政策当局に対して優位に政策運営を行うことを仮定する。債券の数量調整においても、中央銀行は国債発行後の事後的な対市中国債購入操作を余儀なくされる。

仮説 : 中央銀行は、長期金利(流通利回り)、債券流通量、そして物価水準の変動に対して単独で対処することができないため、財政当局優位の協調体制で政策運営を行う。

次節以降では、これらの仮説について、当局が操作する政策変数とマクロ経済指標を念頭に置きながら、Grangerの因果関係テストおよびインパルス応答関数を用いて仮説検定を行う。

4. Grangerの因果関係テストと仮説の具体化

4.1 分析手法¹⁵

Grangerの因果関係テスト¹⁶は、複数の確率過程間の因果関係を明らかにするものであり、Koopmans(1950)の意味で外生性の必要条件テストとみなすことが可能である¹⁷。本稿においてもそれが必要条件テストであることを念頭に置いた上で、各政策当局における優位性について検証を行い、現実の政策運営が先に述べた3つの仮説の内どのケー

スともっとも符号するかについて分析を行う。但し、1つの政策変数をトレードオフとなるような複数の政策目標達成に用いる場合には、分析結果に明確な因果関係が現れないことが予想される。例をあげるならば、財政当局の国債購入は、運用を目的としながら（利子率から国債購入への負の因果関係）、一方で流通市場が動揺した場合には市況対策として実施されることは（利子率から国債購入への正の因果関係）、先行研究からも十分に考えられる。このような場合には、政策目標の中でいずれかが優先されたとしても、変数間（国債購入と利子率の間）に高い水準で有意な因果関係を見出すことは難しい。したがって、1つの政策変数に対して政策当局の複数の行動動機を把握することを目的とするならば、有意水準を統計分析手法の許される範囲で緩やかにすることにより、検証の範囲を拡張することが必要となろう。そこで、ここでは有意水準10%までを分析対象とし、各政策運営当局の政策手段と政策目標との関係についての分析を進めることにする。また、慎重を期して「みせかけ」の因果関係を排除するために、Grangerの因果関係テストにて10%の有意水準に達した関係について、さらにインパルス応答関数¹⁸を求めて符号要件を確認し、Grangerの因果関係テストとインパルス応答関数の両者が満足するもののみを分析の対象とする¹⁹。

4.2 Grangerの因果関係による仮説の具体化

当分析では、長期国債市場において次のような資金需要関数と供給関数を想定する。

$$PD(Y,P,r,HK,S)=PS(e,P,r,rg,rc,A,BP,NP,2,D)... (1)$$

まず、長期国債市場における資金需要者は国であり、その行動は年度予算から計画される毎月の国債発行額(HK)と、これを左右するGDP水準(Y)、物価上昇率(P)、流通利回り(r)に規定される。一方、資金供給者は海外を含む投資家である。彼らの行動はディーリング益およびクーポンを確保すべく、P,rの他、為替レート(e)、無担保コールレート(rc)や3ヶ月物金利[本稿では3ヶ月現先レート(rg)を採用する]等の短期利子率²⁰に規定される。また、同市場における資金の需給は、個別のイベント（例えば、決算対策）や政治的動向等から波及する、経済のファンダメンタルズ以外の要素も含まれた債券の需要圧力(D)と供給圧力(S)にも左右される。さらに、民間部門以外の資金供給者として、財政および金融政策当局があげられる。まず、財政当局の一部である資金運用部は、国債引受(A)と購入(BP)

（主に、3ヶ月物の売り戻し条件付き買い入れ、いわゆる現先購入）を実施している。そして、対市中国債購入を行う他の公的機関として日銀が存在する。日銀の対市中国債購入操作には、買切オペレーション[無条件買い入れ](Np2)と、現先オペレーション[昭和62年(1987年)12月運用開始]（主に1ヶ月物の売り戻し条件付き買い入れ）(Np)の2種類があり、前者は成長通貨供給、後者は短期金融市場への一時的な資金供給が目的とされている。これら変数の内、中央銀行が政策運営上、直接操作する政策変数は、2つの日銀国債購入オペレーションと、短期金融市場で日銀が目標水準を設定して誘導するとされる無担保コールレートである。なお、以上の変数について使用するデータは月次データであり²¹、単位根検定により前提となる定常性を確認した上で、ラグは1を採用した。したがって、当分析は前月の変数が当月の変数に影響を与えるか、否かをテストすることになる。

4.2.1 仮説より期待される結果

仮説の内容を先に述べた個別変数間の因果関係にて表現したものが表1である。各変数を表の横にならべた場合を原因変数、縦にならべた場合を結果変数とみなす。そしてGrangerの因果関係テストにより、原因変数が結果変数に影響を与えると推測される場合に、原因変数と結果変数の増減が同じ方向であれば正の因果関係、逆方向であれば負の因果関係があると考え（表においては「 \pm 」が因果関係あることを意味し、「正・負」は符号を表わす）。

当仮説において金融政策当局は、物価が安定する範囲内で、民間の資金需要に応えながら、対市中国債購入操作を実施する。したがって、日銀の買切オペレーション（無条件買い入れ）および現先オペレーション（一ヶ月の売り戻し条件付き買い入れ）いずれについても、実物経済の水準（実質GNP）と物価水準を指標として実施され、債券市況（流通利回りおよび債券の需給量）に対しては中立的なものと位置づけられる。また、外国為替市場介入に伴って生じる国内金融市場の資金過不足は、短期資金供給を目的とした現先オペレーションにて調節される。さらに、伝統的な金融政策の波及経路を考えるならば、景気後退期には中央銀行がコールレート無担保を引き下げ、3ヶ月金利および長期金利（流通利回り）にその変化が伝播する。そして、短期資金供給を目的としている現先オペレーションはコールレート無担保および3ヶ月金利を指標にして、成長通貨

の供給を目的としている買切オペレーションは流通利回りを指標にして実施され、その結果運用利回りも確保されていると推察される。

4.2.2 仮説 より期待される結果

仮説の内容を諸変数における個別項目間の因果関係にて表現したものが表2である。当仮説においては、慢性的な財政赤字による恒常的なクラウディング・アウトは発生していないが、一時的な市況悪化（流通利回りの上昇）の折りには、日銀はスムーズな国債市中消化を支援することを目的として、対市中国債購入操作（国債の価格および流通量の調整）を行うことを想定する。だが、買切および現先オペレーションは物価水準を上昇させるため、物価安定を重視する日銀は、景気後退期と言えどもこのような国債の貨幣化に起因するインフレ懸念は、排除することが合理的な選択であると考えられる。したがって、物価が上昇すると2つの対市中国債購入操作は控えられ、さらに、物価水準の上昇が想定範囲内ではない場合には、コールレート無担保の目標水準を引き上げることも考えられる。なお、為替レートの下落や実質GDP水準の上昇が生じた場合には、金融政策当局は短期資金供給の意味だけではなく、金利先高感から生じる国債価格の下落を事前に回避するために、現

先オペレーションを実施するとも推察される。また、当仮説では、日銀の政策運営を与件とする運用利回りの確保が、財政当局の一部である資金運用部の行動を規定するものとし、国債流通市場における国債価格や数量調整について資金運用部が政策運営に参画しないことを想定する。

4.2.3 仮説 より期待される結果

仮説は累積的財政赤字の下で、国債が増発される度に恒常的に流通利回りが上昇するような、クラウディング・アウトが生じている状況を仮定する。その結果、財政当局がみずから国債流通市場における政策運営に参画して国債発行による弊害を是正し、国債市中安定消化に貢献することを想定する。国債のファイナンスが市中消化を原則としている以上、財政当局にとって国債流通市場の動向は最大の関心事であり、クラウディング・アウトが長期的な経済成長を妨げるばかりか、国債を増発し続ける上でも障害となることを考えると、国債購入および引受により市場の流通利回りや債券流通量を調節しようという行動動機は十分に考えられる。したがって、国債価格の調整は、財政（資金運用部）当局優位の政策運営が実施される。また、国債発行当局優位の政策運営が実施されるため市場における数量調整も、国債増発後、日銀と資金運用部が事後的に実施

表1（仮説 から期待される結果）

	原因変数												
	引受	運用部 現先 3ヶ月	日銀 現先 1ヶ月	日銀 買切	市場 国債 売却	市場 国債 購入	物価 上昇 率	実質 GDP	流通 利回 り	発行 額	為替 レート	コール レート	現先 レート 3ヶ月
結果変数	(A)	(Bp)	(Np)	(Np2)	(S)	(D)	(P)	(Y)	(r)	(HK)	(e)	(rc)	(rg)
引受 (A)													
運用部現先 (Bp)													
日銀現先 (Np)							負	正			正	負	負
日銀買切 (Np2)							負	正	負				
市場国債売却 (S)													
市場国債購入 (D)													
物価上昇率 (P)													
実質GDP (Y)													
流通利回り (r)												正	
発行額 (HK)													
為替レート (e)													
コールレート (rc)							正						
現先レート (rg)												正	

せざるを得ない。ところで、資金運用部国債引受・購入は、郵便貯金に移動していた資金が民間部門に還流されるだけであるので、ベースマネーの供給額に変化は生じない。だが、これらが国債価格に影響を及ぼす規模で実施されることを考慮すれば、国債の貨幣化による物価水準の上昇は避けられないと考えられる。一方、引受および対市中国債購入に起因する物価水準の上昇に対しては、国債発行における物価水準の引き下げ効果を積極的に活用し、物価水準の上昇圧力が大きいときには、より多くの国債を発行することを想定する。このように、当仮説では、価格調整、数量調整、および物価水準の安定、すべてにおいて、日銀が政策運営の主導権を握ることができない。以上の内容を諸変数おける個別項目間の因果関係にて表現したものが表3である。

5. Granger の因果関係テストの分析結果

Granger-Causality を用いて仮説検定を行った結果が表4である。この中で有意水準10%の因果関係が認められたものについて、さらにインパルス応答関数を求めて (Appendix: 図1-39)、両者の符号の一致について確認を行った。流通市場における国債売却および購入圧力に関わ

るいくつかの因果関係と、流通利回りおよび現先レート(3ヶ月)から物価水準に対する因果関係を除いて、2つの分析結果における符号は一致する結果が得られた (Granger-Causality とインパルス応答関数の両者の符号が一致したものについては表4における符号[正・負]をアルファベット[P・M]で表示した)。この分析結果によれば、債券の価格・数量および物価水準の調整それぞれについて、異なる仮説が符合していると考えられる。そこで、その内容を確認していくために、まず金融政策当局および財政当局それぞれの政策変数の特徴を分析し、次に政策当局間の関係についての言及を行い、最後に分析結果のインプリケーションについて論じることとする。

5.1 各政策当局の政策変数の特徴

5.1.1 中央銀行の政策変数の特徴

日銀の買切および現先オペレーションは、両者が同じ中央銀行の行う対市中国債購入操作であるにもかかわらず、政策変数としては、まったく性格を異にする。現先オペレーションが経済のファンダメンタルズおよび他の政策変数に敏感に反応する政策手段であるのに対して、日銀買切オペレーションは市場における債券購入圧力以外からの影響を受けない外生性の高い政策変数である。

表3 (仮説 から期待される結果)

結果変数	原因変数												
	引受 (A)	運用部 現先 3ヶ月 (Bp)	日銀 現先 1ヶ月 (Np)	日銀 買切 (Np2)	市場 国債 売却 (S)	市場 国債 購入 (D)	物価 上昇 率 (P)	実質 GDP (Y)	流通 利回 り (r)	発行 額 (HK)	為替 レート (e)	コ ー ル レ ー ト (rc)	現先 レ ー ト 3 ヶ 月 (rg)
引受 (A)		正							正	正	正		
運用部現先 (Bp)	正									正	正		正
日銀現先 (Np)	正	正						負	正	正	正		
日銀買切 (Np2)	正	正						負	正	正			
市場国債売却 (S)													
市場国債購入 (D)													
物価上昇率 (P)	正	正	正	正							負		
実質GDP (Y)													
流通利回り (r)	負									正			
発行額 (HK)								正					
為替レート (e)													
コールレート (rc)													
現先レート (rg)		負								正			

まず、日銀現先オペレーションについては、現先レート（3ヶ月）、コールレート（無担保）、流通利回り、為替レート、実質GDP、そして物価水準、いずれの変数も、1%水準で当オペレーションに有意な影響を与える。最初に、現先レート（3ヶ月）に着目すれば、この金利が上昇した後、日銀現先オペレーションが増加する傾向にある。有意水準を5%まで認めた場合には、流通利回りの上昇が現先レート（3ヶ月）に波及すると考えられる。日銀はこうした状況を勘案しながら、流通利回りの上昇傾向を緩和するための間接的な価格調整の1手段として、日銀現先オペレーションを実施しているケースも考えられる。しかしながら、有意水準を10%までとした場合においても、クラウドイング・アウトは認められない²²（国債発行の流通利回りに対する因果関係の有意水準は14%である）。次に、日銀現先オペレーションに対する、流通利回り、コールレート

無担保、そして物価水準の負の因果関係は、金融政策当局が、運用利回りの確保や物価水準に留意しつつ、景気対策の一環として流動性を供給していると考えられる。これは、日銀側の当オペレーションにおける機能説明と整合する部分である。実質GDPの日銀現先オペレーションに対する正の因果関係についても、日銀サイドの機能説明と整合する部分であり、取引需要が喚起する貨幣供給の位置づけとして考えられるが、同時にそれは景気回復時の長期金利先高感から生じる債券市況の悪化に対して、歯止めを行うことに奏効しているとも推察される。また為替レートからの正の因果関係についても、国内金融市場の資金過不足の調節であると同時に、やはり為替レート下落に伴う債券市況悪化を事前に回避することが目的であるとも考えられる。一方、日銀現先オペレーションからは、為替レートに対してのみ正の因果関係が存在すると考えられる。

表4(Granger-Causalityテストによる仮説検定結果)

結果変数		原因変数												
		引受 (A)	資金 運用部 現先 (Bp)	日銀 現先 (Np)	日銀 買切 (Np2)	市場 国債 売却 (S)	市場 国債 購入 (D)	物価 上昇率 (P)	実質 GDP (Y)	流通 利回り (長期) (r)	発行額 (HK)	為替 レート (e)	コール レート (無担保) (RC)	現先 レート (3ヶ月) (RG)
引受	(A)	0.91 (0.35) 正	0.53 (0.47) 正	0.58 (0.45) 負	1.94 (0.17) 正	1.66 (0.20) 正	3.53 (0.07) 負*	1.97 (0.17) 正	3.22 (0.08) M*	0.08 (0.78) 負	1.31 (0.26) 負	2.88 (0.10) P*	2.14 (0.15) 負	1.10 (0.30) 正
資金 運用部 現先	(Bp)	0.43 (0.51) 正	3.29 (0.06) 負*	0.21 (0.65) 正	8.38 (0.01) M***	2.60 (0.11) 負	3.29 (0.08) P*	0.01 (0.92) 負	0.41 (0.53) 負	0.11 (0.75) 負	0.02 (0.89) 正	7.54 (0.01) P***	1.01 (0.32) 負	0.16 (0.69) 正
日銀 現先	(Np)	3.42 (0.07) M*	0.07 (0.79) 負	0.07 (0.79) 正	0.37 (0.55) 正	1.45 (0.23) 負	1.83 (0.18) 正	9.11 (0.00) M***	6.50 (0.01) P***	11.45 (0.00) M***	1.02 (0.32) 正	10.04 (0.00) P***	6.75 (0.01) M***	8.88 (0.00) P***
日銀 買切	(Np2)	0.20 (0.65) 正	0.26 (0.61) 負	0.00 (0.96) 負	15.48 (0.00) 正***	6.12 (0.02) 負**	6.91 (0.01) P***	0.51 (0.48) 負	0.54 (0.47) 正	0.32 (0.58) 負	0.31 (0.58) 正	0.07 (0.79) 正	0.00 (0.96) 負	0.04 (0.85) 正
市場 売却	(S)	4.35 (0.04) P**	9.13 (0.00) P***	0.03 (0.87) 正	0.19 (0.67) 正	5.04 (0.03) 正**	2.27 (0.14) 負	0.38 (0.54) 正	0.84 (0.36) 正	0.28 (0.60) 正	3.47 (0.07) M*	3.86 (0.06) M*	1.28 (0.26) 負	0.87 (0.36) 正
市場 購入	(D)	1.41 (0.24) 正	6.77 (0.01) P***	0.03 (0.85) 正	0.03 (0.86) 正	5.72 (0.02) P**	2.69 (0.11) 負	0.25 (0.62) 負	0.34 (0.56) 正	0.10 (0.75) 正	2.76 (0.10) 負*	3.30 (0.08) M*	1.13 (0.29) 負	0.76 (0.39) 正
物価 上昇率	(P)	5.35 (0.02) P**	1.34 (0.25) 正	1.56 (0.22) 正	0.00 (1.00) 正	2.60 (0.11) 正	2.33 (0.13) 負	12.02 (0.00) 正***	0.52 (0.47) 負	2.92 (0.09) 正**	8.88 (0.00) M***	1.21 (0.28) 負	3.58 (0.06) P*	4.53 (0.04) 負**
実質 GDP	(Y)	0.23 (0.63) 正	0.00 (0.99) 正	0.30 (0.59) 正	0.75 (0.39) 正	0.01 (0.91) 正	0.00 (0.98) 負	0.52 (0.47) 負	24.26 (0.00) 正***	0.04 (0.85) 正	0.07 (0.80) 負	0.02 (0.88) 負	0.26 (0.61) 負	0.13 (0.72) 正
流通 利回り (長期)	(r)	3.35 (0.07) M*	2.75 (0.10) M*	0.22 (0.64) 負	0.00 (0.99) 負	0.07 (0.80) 負	0.00 (1.00) 正	0.07 (0.80) 正	0.34 (0.56) 負	51.50 (0.00) 正***	2.27 (0.14) 正	0.27 (0.61) 正	1.40 (0.24) 正	0.95 (0.33) 負
発行額	(HK)	3.48 (0.07) P*	1.54 (0.22) 正	0.00 (1.00) 正	3.54 (0.07) P*	4.84 (0.03) 正**	4.37 (0.04) 負**	7.82 (0.01) P***	5.12 (0.03) M**	0.43 (0.51) 正	3.23 (0.08) 負*	0.01 (0.94) 負	0.24 (0.62) 負	0.07 (0.79) 負
為替 レート	(e)	0.16 (0.69) 正	0.03 (0.86) 負	4.29 (0.04) P**	0.12 (0.73) 正	0.75 (0.39) 負	0.59 (0.45) 正	0.21 (0.65) 正	1.65 (0.21) 正	0.29 (0.59) 負	0.07 (0.79) 負	137.04 (0.00) 正***	0.91 (0.34) 正	0.62 (0.44) 負
コール レート (無担保)	(RC)	1.10 (0.30) 負	0.83 (0.37) 負	0.21 (0.65) 正	0.00 (0.96) 正	0.18 (0.68) 負	0.01 (0.91) 正	0.00 (0.99) 正	0.14 (0.71) 正	0.00 (0.98) 正	0.72 (0.40) 正	0.35 (0.56) 正	3.80 (0.06) 正*	6.12 (0.02) P**
現先 レート (3ヶ月)	(RG)	0.75 (0.39) 負	0.60 (0.44) 負	0.75 (0.39) 正	0.23 (0.63) 負	0.32 (0.58) 負	0.11 (0.74) 正	0.56 (0.46) 正	0.44 (0.51) 負	4.51 (0.04) P**	0.00 (0.97) 正	0.68 (0.41) 正	0.49 (0.49) 正	10.14 (0.00) 正***

()内は有意水準を示す。

*は有意水準10%で有意であることを意味する。

**は " 5%で "

***は " 1%で "

また、Granger-Causalityとインパルス応答関数の両者の符号が一致したものについては、符号[正・負]をアルファベット[P・M]で表示している。

次に日銀買切オペレーションについては、日銀側の機能説明に沿った、成長通貨の供給を示すような因果関係は示

されていない。有意水準を10%までとした場合には日銀買切オペレーション増加後に、国債が増発される傾向があり、当変数の外生性の高さから政策当局が当オペレーションを

国債流通量の調整手段として活用していることが推察される。

最後に、コールレート（無担保）については、有意水準を5%まで認めると、伝統的な金融政策の波及経路の方向とは異なり、流通利回りの変動が現先レート（3ヶ月）を経由してコールレート（無担保）に伝播すると考えられる。一方、コールレート（無担保）は日銀現先オペレーション以外の変数に対しては因果関係を持たない。有意水準を10%までとした場合には、コールレート（無担保）は、翌月の物価水準を織込んだ形で推移していると推察される。

5.1.2 資金運用部の政策変数の特徴

まず、資金運用部現先購入について因果関係を整理するとおよそ次の通りである。資金運用部現先購入は、有意水準を5%とまでとした場合には、為替レートから正の因果関係の影響をうける。しかしながら日銀の現先オペレーションとは異なり、資金運用部現先購入は国内金利であるコールレートおよび流通利回りどちらに対しても有意な反応は示していない。したがって国内金融市場における資金過不足の調節を補完すると考えるよりは、むしろ市況改善を目的としていると考えるほうが妥当であると言えよう。また、資金運用部現先購入は日銀買切オペレーションから負の因果関係の影響を受ける。これは、当現先購入が増加すると、市場における国債の売買が活性化すると考えられることから、市場における債券量の過度な調整を、事前に回避しているものと考えられる。しかしながら、5%の有意水準では、資金運用部現先購入の流通利回りに対する影響については論じることができない。有意水準を10%までとした場合には、流通利回りを引き下げる効果を持つと考えられる。

次に、資金運用部引受については、有意水準を5%とまでとした場合には、外生性が高いと考えられるが政策目標は不明である。また、資金運用部現先購入と同様に流通利回りに対する影響については論じることができない。一方、資金運用部引受は遊休資金が原資であるにもかかわらず、物価水準を上昇させる性質を持つ。これは、マネーベースには変化がなくとも、国債の貨幣化によりインフレ懸念が生じることを示唆するものと推察される。有意水準を10%までとした場合には、当変数は為替レートから正の、実質GDPから負の因果関係の影響を受ける一方、流通利回りを引き下げる効果を持つと考えられる。また、資金運用部引

受増加後には、日銀現先オペレーションが減少する傾向にある。これは引受増加時には物価水準が上昇するため、日銀現先オペレーションは回避せざるを得ない状況になると考えられる。さらに、資金運用部引受実施後には、流通利回りが低下するだけでなく、国債発行額も増加していると考えられるが、両変数の物価水準との関係を考慮すると、当変数が数量調整機能を有しているか否かについての判断は難しい。

5.1.3 国債発行当局の特徴

国債発行当局の特徴は、有意水準1%で国債発行と物価水準の間にフィードバック関係が存在することである。これは、国債発行が物価水準の調整に有効な政策手段であり、実際にそれを目的として活用されていることを示唆している。しかしながら、5%の有意水準では、国債発行は実質GDP水準の影響を受ける。

5.2 政策運営当局の協調関係

上述した個々の政策変数の特徴から、少なくとも長期国債流通市場における物価水準を巡る各政策当局の行動は、次の通りに纏めることができる。資金運用部引受は、（日銀引受と異なり）遊休資金が原資であるが、物価水準を引き上げる性質を持つ。これは経済全体が景気後退期に直面し、デフレ圧力が生じている場合においても、こうした国債の貨幣化がインフレーションを生じさせる可能性があることを示唆するものと考えられる。一方、この物価水準の上昇に対して調整機能を持つ政策変数は、国債発行であると推察される。資金運用部と国債発行当局は両者とも財政当局の所管である。したがって、物価水準については、財政当局内で上昇させる要因を発生させ、またみずから引き下げ調整を実施しており、日銀はこれらを注視しながら国債購入オペレーションを実施するが、積極的な物価水準の操作は行っていない。

次に国債の価格（流通利回り）の調整については、日銀現先オペレーションにより一部実施されているものと考えられるが、流通利回りを低下させるには到っていない。また、10%有意水準まで認めた場合においても、クラウドディング・アウトは認められないので、これは一時的な国債市場の悪化に対する対策として、日銀現先オペレーションが実施されている可能性を示している。だが、当オペレーションの政策変数としての外生性は低く、国債価格の調整に対してどの程度の比重が置かれているかは、言及すること

はできない。有意水準を10%までとした場合には、資金運用部の引受・現先購入はともに流通利回りを低下させる効果を持つが、各種利子率の変動とは無関係に実施される。以上を纏めると、国債の価格調整については、日銀現先オペレーション・資金運用部引受・国債購入の各変数が機能を分担することにより実施されていると推察される。だが、各政策変数の外生性を考慮すると、仮説が部分的に符合すると考えられる。最後に、数量調整については、日銀買切オペレーションが政策変数として外生性が高く、金融政策当局優位で国債流通市場における債券の数量調整が行われることが窺える。したがって、数量調整については有意水準を10%までとした場合に仮説が適応すると考えられる。

6. 結論

本稿の目的は、1991年11月から1997年3月の景気後退期における日本のケースをとりあげて、政府が慢性的財政赤字に陥り大量に国債を発行して資金調達を行おうとするとき、その弊害である市況の悪化、クラウディング・アウト、そしてインフレーションが、中央銀行の長期国債流通市場における行動をいかに規定しているかを検証することであった。まず、日本銀行の長期国債流通市場における行動について、仮説：物価水準の安定という目標の範囲内でマネーサプライを行う。仮説：物価水準の安定に加えて、国債価格および債券流通量の調整について、単独もしくは金融政策当局優位の政策展開を行う。仮説：物価水準の安定に加えて、国債価格および債券流通量の調整についても、単独では対処不可能なため財政当局優位の協調体制で政策運営を行う。以上3つの仮説を設定し、Granger-Causalityテストとインパルス応答関数を用いて仮説検定を行った。この分析作業により、まず、物価水準の安定については、5%有意水準で仮説が符合するという結論がえられた。具体的には、郵便貯金等の遊休資金を用いても、国債の貨幣化は物価水準の上昇を引き起こすが、財政当局は国債発行によりこれを調整し、金融政策当局はこれらを留意しつつ、みずから行う債券オペレーションを調整していると考えられる。次に、10%有意水準で数量調整については仮説が符合するという結論が得られた。具体的には、日銀は国債発行を積極的に促すために、日銀買切オペレーションによる数量調整を行っている。この政策

変数は外生性が高く、国債市中安定消化に有効な政策手段であると考えられる。さらに、国債価格の調整については仮説が部分的に符合すると考えられる。一部日銀は流通利回りの間接的な指標である現先レート(3ヶ月)の上昇を契機として現先オペレーションを実施していると考えられるが、流通利回りを引き下げる効果を持つ政策変数は、本来は運用目的で流通市場に対して国債購入を行っていると考えられている財政(資金運用部)当局の国債購入と引受であった。但し、10%有意水準ではクラウディング・アウトは認められない。

このような分析結果は、日銀が国債増発の弊害を考慮せざるを得ない政策運営を余儀なくされていることを意味すると同時に、従来から指摘されている問題を再び議論の俎上に乗せることになる。第1に、たとえ国債の数量調整において日銀の政策変数がトリガーを担ったとしても、実際に引受を増額し、また流通利回りを引き下げることを可能とするのは、言うまでもなく郵便貯金等の原資の存在である。したがってこれらが枯渇すれば、極めて深刻なクラウディング・アウトが生じるのは避けられないであろう。本稿の分析に使用したデータは1997年3月までであり、クラウディング・アウトは確認されなかった。だが、その後1998年12月には現実に、1999年度予算の国債発行額が前年度補正後の2倍である30兆円となることを受けて、長期金利は1997年9月以来の2%台に上昇した^{2,3}。当現象は国債の財源に対する不安が顕在化したものであるが、市場が今後、財政赤字による実質利回りの上昇は回避し難いことを予想したものと受けとめられている。第2に、貯蓄という遊休資金による国債の貨幣化はベースマネーの拡大を伴わなくとも、物価上昇を生じさせる。したがって、累積的国債発行は、たとえ市中消化が原則であっても、常にインフレ懸念を惹起することに留意しなければならない。以上の2つの観点はまた、調整インフレ政策や昨今政府与党から言及されることのある日銀国債引受案^{2,4}を、現状の日本経済に採用することが不適切であると考えられる根拠でもある。日本はもはや過去から累積的に発行された大量の国債により大きな影響を受けつつあり、また、遊休資金による資金化も繰り返し実施されてきた。その上、日銀はデフレ回避のために金融緩和策^{2,5}を継続的に採用している。したがって、実物経済において何かを契機にして(輸入原材料の高騰等)物価水準が上昇する可能性は十分にあり^{2,6}、

インフレ調整政策をとることは極めて危険な選択であると
考えられる。

最後に、本稿の分析は景気後退期の国債増発を対象とし
たため、月次の変動はあると言えども、物価水準や利子率
は低下局面にあり、景気拡大策の一環となる金融政策当局
の国債購入オペレーションと国債価格支持を目的とする各
当局の引受および国債購入は、大きく矛盾するものではな
かったと言えよう。だが、景気回復期を迎え物価水準や利
子率が上昇し始めたときには、政策当局はあらためて国債
発行とその市中消化について問題解決を迫られることにな
るであろう。

注

- 1 本稿は、1999年6月13,14日に京都の立命館大学にて開
催された1999年日本公共政策学会において報告した内
容を大会報告論文としてまとめたものである。
- 2 詳しくは、武藤英二 白川方明共編(1993)P.44-55を参
照。
- 3 日本はバブル崩壊後の1991年以降景気後退期に入り、
マネーサプライの伸び率が極端に低下したため、マネー
サプライに対するコントラビリティの即効性について
議論が再燃した。操作目標をハイパワードマネーにおく
か、短期市場金利におくかについては、それぞれの問題
点が今日も指摘されている。なお日銀は厳格なマネーサ
プライ・ターゲティングは採用していないが、マネー
サプライを政策判断上重要な1指標として位置付けて
いる。詳しくは、日本銀行(1992)を参照。
- 4 詳しくは、武藤英二 白川方明共編,前掲書, P.102を参
照。
- 5 当時相場暴落時には、国債整理基金特別会計(以降、国
債整理基金と表記)・資金運用部・日銀による三位一体
の国債購入が実施された。詳しくは、山田(1990)を参
照。
- 6 昭和50年代の発行当局と国債シ団との国債発行条件の
改定交渉は、翌月発行分がその1ヶ月前の月央から月末
に実施された。現在は入札実施日に発行当局が条件を提
示し、国債シ団は同日内に入札を実施する機動的な形態
に改善されている。しかしながら、昨今においても、入

札日前後一週間以内にオペレーション全体の約70%が
実施される傾向にある。

- 7 詳しくは『日経公社債情報』1978.12.19,P.9および武藤
英二 白川方明共編,前掲書, P.80を参照。
- 8 また平成3(1991)年、日銀ネットワークシステムの国債
系システムが整備されたことにより、「輪番オペ」の定
型化は一層進み、1ヶ月当たりの実施回数も平均化され
る等、以前にもまして国債市況に対して中立的なオペレ
ーションを目指して、その形態が改善されてきたとされ
ている。
- 9 一方対照的に、国債整理基金は公式には対市中国債売買
操作を平成4(1992)年度以来中断している。
- 10 M.Parkinは、T.Sargent and N.Wallanceの命題をマ
ネタリストの理論を踏襲しながら、金融制度措置の法制
化による財政赤字の制御可能性の議論に拡張し、中央銀
行の独立性の問題に言及している。詳しくは、
M.Parkin(1986)を参照。だが、筆者はマネーサプライに
関わる金融制度措置が現時点で法制化されていないこ
とや、現実の実質利子率が金融政策にある程度感応的
であることを考慮し、ここでは財政・金融政策当局の政策
運営の実態を把握することを目的とした議論を展開し
ている。
- 11 後者の視点においては、当分析では我が国の日銀以外
の公的機関としてマネーベースを増加させることなく、
対市中国債購入や引受を行っている大蔵省資金運用部
の「国債の貨幣化」が、インフレーションにどのような
影響を与えているかについて、1つの結果を得ている。
- 12 P.Krugman,"Japan's Trap",1998.5 インターネットの
P.Krugmanのホームページ上において公開されたもの
である。
- 13 1973年田中内閣時代、日本列島改造計画を推進する
ためにはインフレ期待が必要であると考えた政府が、
1971年スミソニアン協定合意後、再び高まる円切上げ
圧力に対する輸入拡大策として、公定歩合の引き下げ等
の政策を採用した結果、景気回復や原油をはじめとする
各種財の高騰とあいまって、狂乱物価が引き起こされた。
- 14 国債の発行が認められる1つの理由として、インフレ
ーション(物価水準の上昇)の沈静化があげられている。
その一例としては、R.A.Musgrave(1965)を参照。
- 15 今回のGrangerの因果関係テストおよびインパルス

応答関数を実施するにあたり、実際の分析には既存ソフト「PC RATS(Regression Analysis for Time Series)」を使用した。

- 16 詳しくは、C.W.J.Granger(1969)を参照。
- 17 詳しくは、山本拓(1988)を参照。
- 18 詳しくは、C.A.Sims(1980)を参照。
- 19 詳しくは国友直人・山本拓(1986)を参照。
- 20 無担保コールレートは、日々の資金需給を反映し、3ヶ月物金利は、日銀の各種オペレーションが市場の期待を変化させた結果であり金融政策上の中間目標であると考えられている。
- 21 本稿の分析において使用したデータの出所は次の通りである。

まず、資金運用部引受は大蔵省財政金融研究所、財政金融統計月報 国庫収支特集 各号を、国債発行額、為替レートは日本銀行調査統計局、経済統計月報 各号を、資金運用部現先取引額、日銀現先取引額、および日銀買切額は公社債引受協会、公社債月報 各号を、市場国債売却額および市場国債購入額は、公社債引受協会、公社債年鑑 各号を(但し、市場国債購入額は日銀買切額を差し引いた数値を使用)、流通利回り、現先レート(3ヶ月)、コールレート(無担保)は野村証券 金融研究所、証券統計要覧、1997 を使用した。さらに物価上昇率は日本銀行調査統計局、経済統計月報 各号の四半期別 GDP デフレーターから、四半期別物価上昇率を算出し後に月別平均物価上昇率を算出し、また実質 GDP は同統計の四半期別実質 GDP 額を国勢調査による総人口で除して一人当たりの額を求めたのち、月別平均成長率を求めた。

- 22 仮に国債発行による恒常的な流通利回りの上昇が有意であると認められるならば、その現先レート(3ヶ月)に対する波及も財政赤字による実質利子率の上昇により説明される部分があると考えることが可能となり、日銀は一時的な市況対策のためでなく、クラウディングアウトを是正する手段としても日銀現先オペレーションを実施していると結論づけることができる。

- 23 日本経済新聞, 1998.12.23. 1998年12月には1999年度予算の国債発行および消化計画に対して、資金運用部の国債買切および引受の停止が表面化したため、長期国債流通市場の長期金利(流通利回り)は急上昇した。その後財政当局が、1997年以降継続してきた資金運用

部買切購入を、今後も継続する旨のアナウンスメントを行ったことにより、1999.2.16に金利水準は低下した。またこれを契機に国債の期間の多様化も検討され、FBの初の公募入札も11.4.8に実施された。

- 24 日本経済新聞, 1999.1.29.
- 25 日本経済新聞, 1998.9.10. 日銀はデフレの悪循環回避のために、無担保コール翌日もの金利の目標水準を「公定歩合(現行年0.5%)をやや下回る水準」から史上最低の「年0.25前後」に引き下げる金融緩和策を決定し、ただちに実施した。さらに、翌年、1999.2.12の日銀政策委員会・金融政策会合において「年0.15前後」に(日本経済新聞, 1999.2.13)、また、その後「実質ゼロ」にまで誘導することとしたため、無担保コールレートは1999.4.30時点で年0.03%に引き下げられている。
- 26 総務庁統計局. 1998年11月の消費者物価水準(東京都)は天候不順による生鮮食品類の高騰により上昇傾向を示した。

参考文献

和文

1. 国友直人・山本拓(1986), 「多変量時系列における因果序列と仮説検定およびマクロ計量分析への応用(1)(2)」『経済学論集』51, Jan.15-27, および 52, Apr.30-50.
2. 『日経公社債情報』1978.12.19, p.9.
3. 日本銀行(1992)「最近のマナーサプライの動向 その分析と評価」『日本銀行月報』9月号, P.1-34.
4. 『日本経済新聞』, 1998.9.10.
5. 『日本経済新聞』, 1998.12.23.
6. 『日本経済新聞』, 1999.1.29.
7. 宮島洋(1996)「公的資金による国債管理政策」『公共債をめぐる諸問題』金融調査研究会, pp.47-80.
8. 武藤英二 白川方明共編(1993)『図説日本銀行』財経詳報社.
9. 山田博文(1990)『国債管理の構造分析』日本経済評論社.
10. 山本拓(1988)『経済の時系列分析』創文社, pp.157-206.

欧文

1. Friedman, M.(1986) "The Role of Monetary Policy,"

- American Economic Review, 58, pp.1-17.
2. Granger, C.W.J.(1969) "Investigating Causal Relation by Econometric Models and Cross-Spectral Methods," Econometrica, Vol.37, pp.424-438.
 3. Koopmans, T.C.(1950) "When is an Equation System Complete for Statistical Purposes," in T.C.Koopmans ed. Statistical Inference in Dynamic Economic Models, John Wiley & Sons, New York.
 4. Miller, P.J.(1983) "Higher Deficit Policies Lead to Higher Inflation", Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Winter, pp.8-19.
 5. Musgrave, R.A.(1965) "Public Finance; Fiscal Policy," American Economic Review, 55, pp.1226-1229.
 6. Parkin, M.(1986) "Domestic Monetary Institutions and Deficits", In J.M.Buchanan, C.K.Rowley and R.D.Tollison, (editors), Deficits, New York, Basil Blackwell(加藤寛監訳「国内の金融制度と財政赤字」『財政赤字の公共選択論』文眞堂, 1990年).
 7. Sargent, T. and N.Wallace(1981) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall, pp.1-20.
 8. Sims, C.A.(1980) "Macroeconomics and Reality," Econometrica, Vol.48, pp.1-48 .

The Harm of Cumulative Issue of Long-term Government Bonds
and Open Market Operations, 1991:11-1997:3

Takako Maeda

Graduate School of Social Sciences, Waseda University

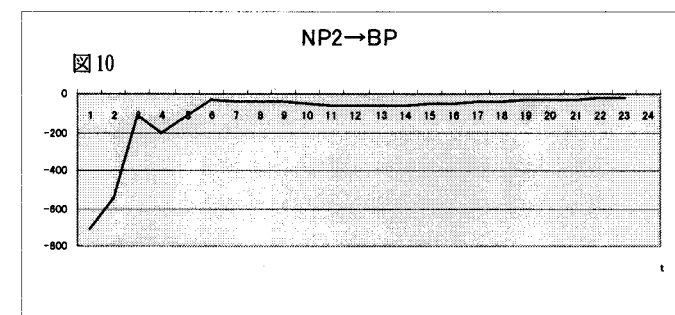
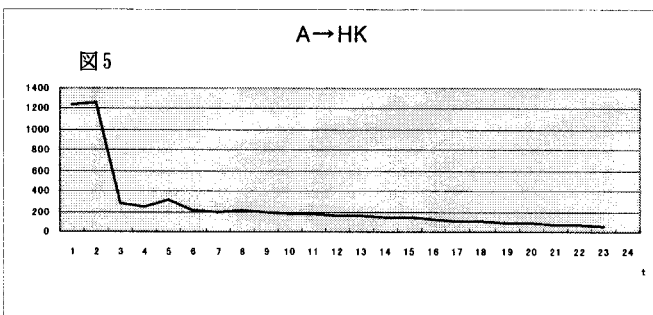
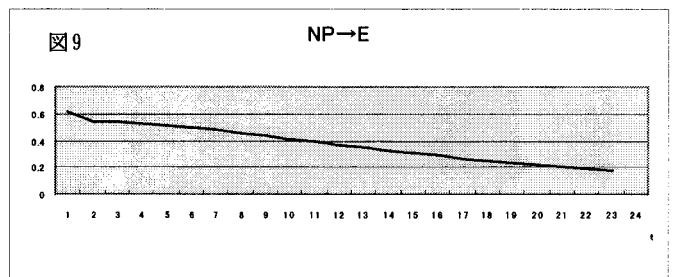
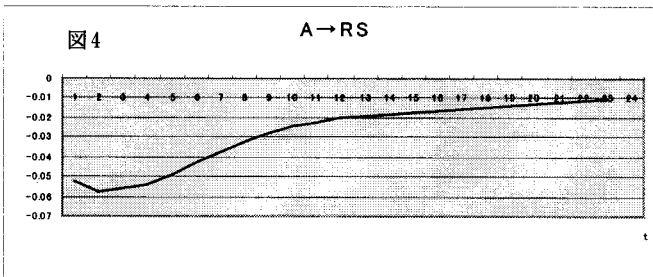
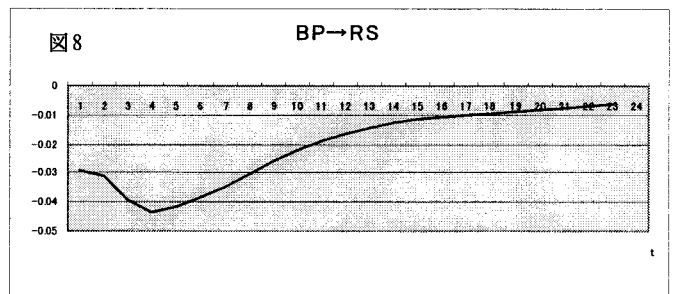
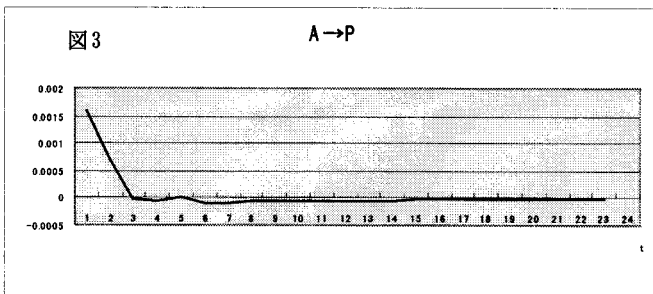
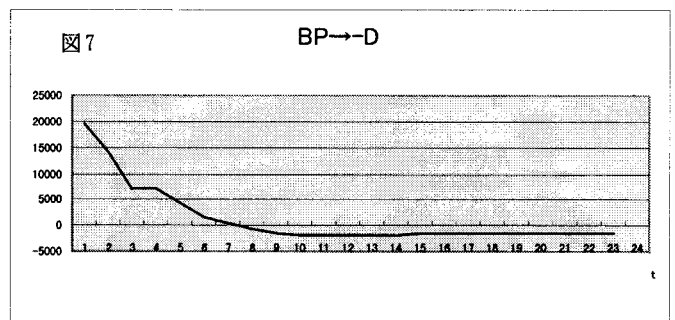
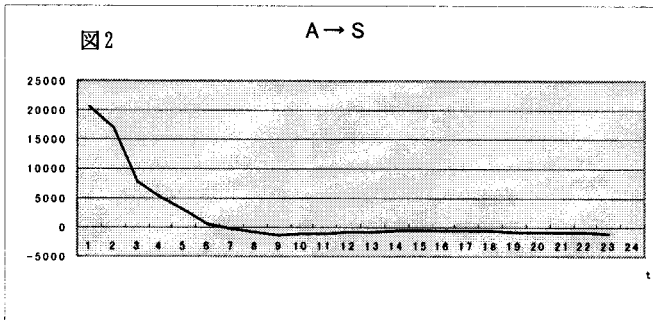
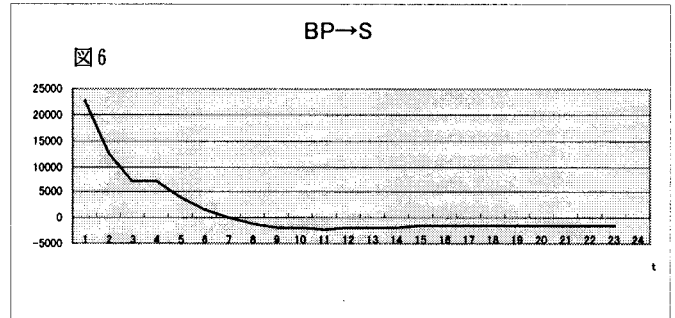
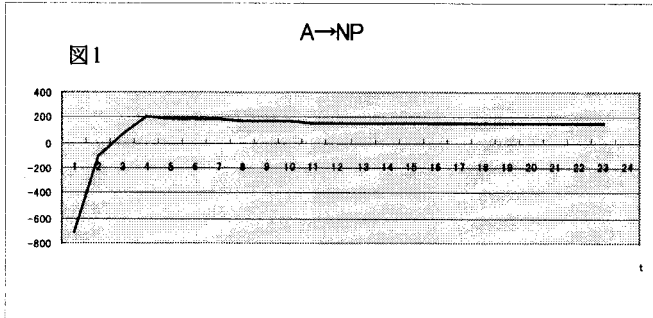
Abstract

This paper aims to clarify the coordination between the fiscal and monetary policy authorities as well as the features of open market operations by the monetary policy authority in the government's issuing of more bonds. At first, to investigate the climate of the secondary market and the movement of the central bank, I have come up with the following three cases; (1) the case in which there is no effect of the government bonds, (2) the case in which the monetary authority has priority in coping with a temporal increase of the interest rate on government bonds, (3) the case in which the fiscal policy authority has priority in adjusting the situation against the concern that the continuous creation of public debt may cause crowding out and inflation. Secondly I conducted the tests with Granger causality tests and impulse response function. The results are as follows; (1) The monetary authority could adjust the volume of government bonds in the secondary market. In fact, however, it is the fiscal authority that could reduce the rate of interest on government bonds, adjusting the level of the prices effectively. Moreover, though the tests didn't find crowding out, the shortage of resources for the fiscal policy authority's purchasing and underwriting government bonds is expected to lead to crowding out. (2) I reached the conclusion that the fiscal authority's underwriting bonds would increase the price level without the increase of base money. These two observations show that the factors of crowding out and inflation are already involved in Japan due to the cumulative deficits. Therefore, I assert that neither the central bank's underwriting government bonds nor creating expectation of inflation is appropriate to today's Japanese economy, even though Japan is in a depressing situation due to the collapse of the "bubble economy".

Key Words : secondary market of government bonds, cumulative deficits, crowding out, inflation,
fiscal and monetary policy authorities.

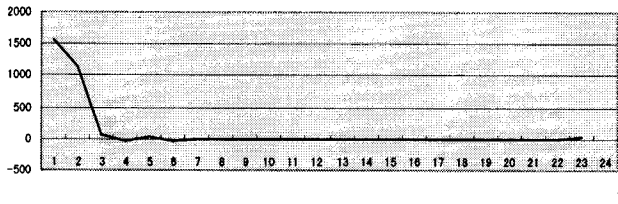
Appendix

インパルス応答関数とは、VMAモデルにおける因果関係分析の考え方であり、攪乱項の影響がいかに各変数に伝播するかを考察する方法である。なお、自分自身のインパルスに対する応答関数は経過時間*t*に関する減少関数であることが確認できたため、記述を省略した。下記図1～39はラグを1としたときの、23期(23ヶ月)後までの反応をグラフに記述したものである。



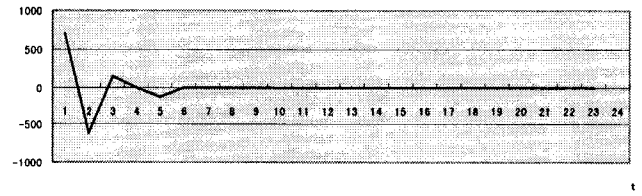
NP2→HK

图 11



D→BP

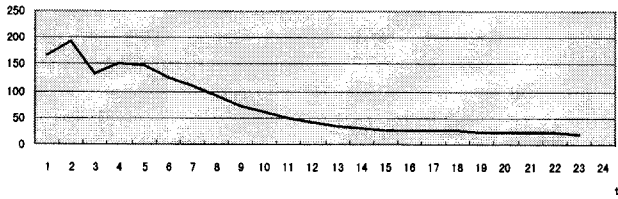
图 16



S→NP2

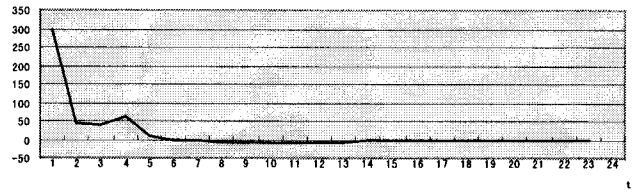
图 12

符号不一致



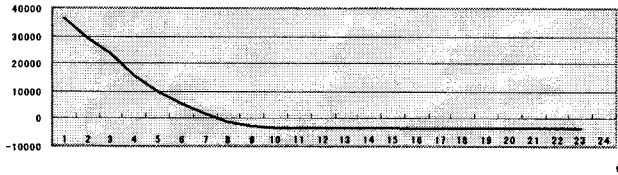
D→NP2

图 17



S→D

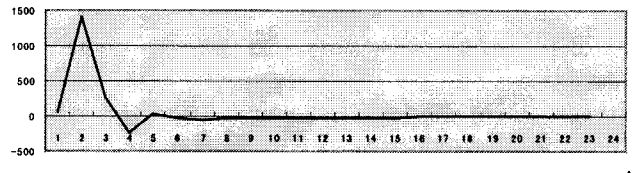
图 13



D→HK

图 18

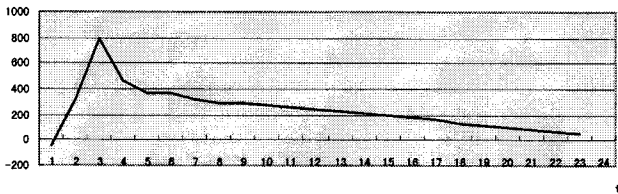
符号不一致



S→HK

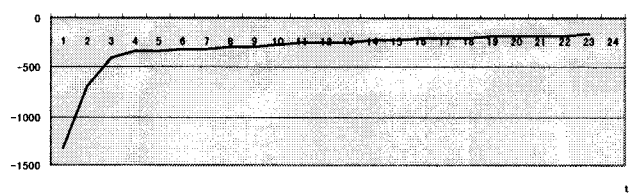
图 14

符号不一致



P→NP

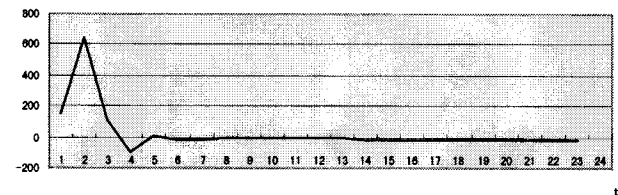
图 19



D→A

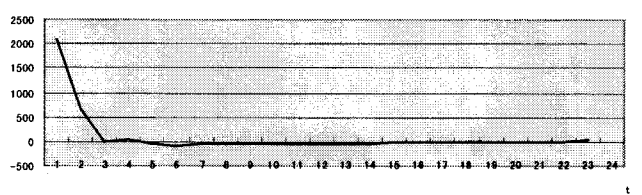
图 15

符号不一致



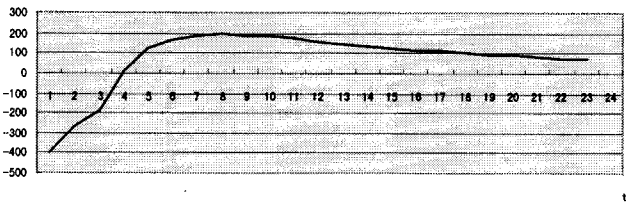
P→HK

图 20



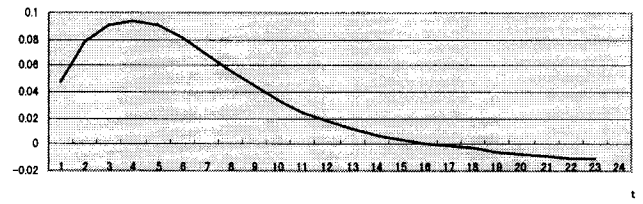
Y→A

图 21



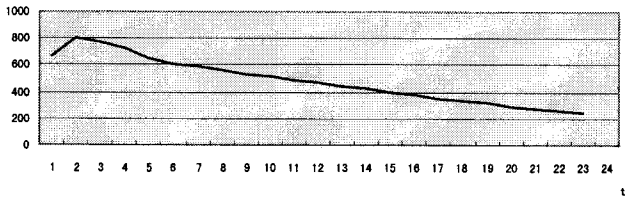
RS→RG

图 26



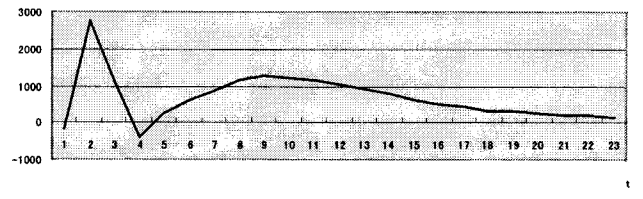
Y→NP

图 22



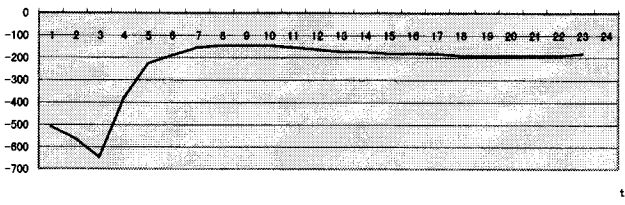
HK→S

图 27



Y→HK

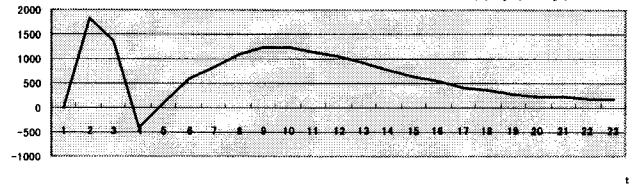
图 23



HK→D

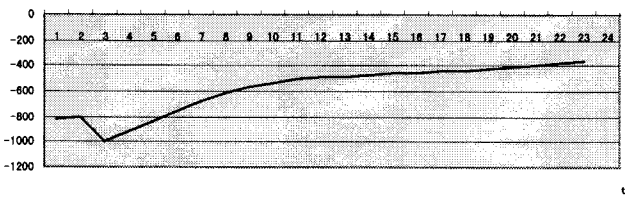
图 28

符号不一致



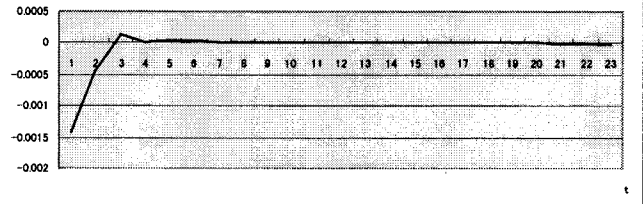
RS→NP

图 24



HK→P

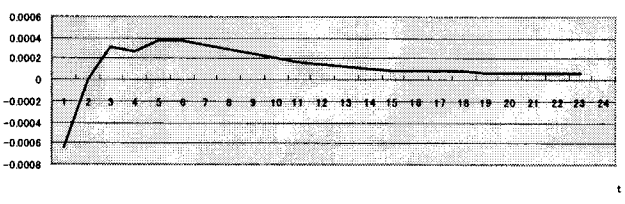
图 29



RS→P

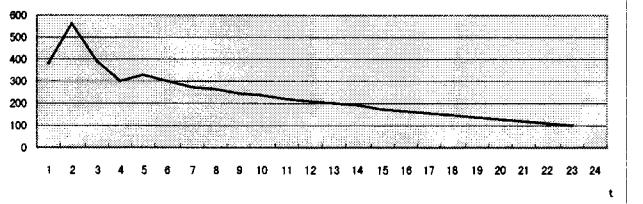
图 25

符号不一致



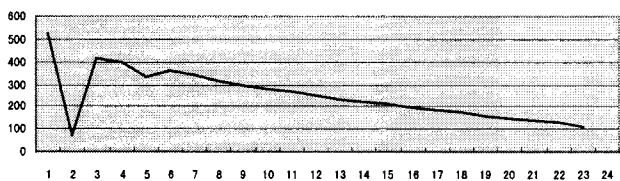
E→A

图 30



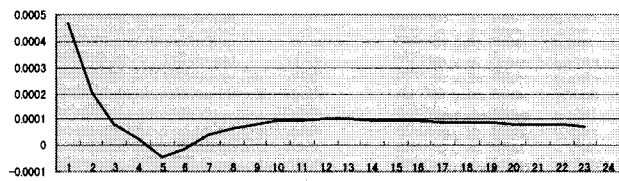
E→BP

图 31



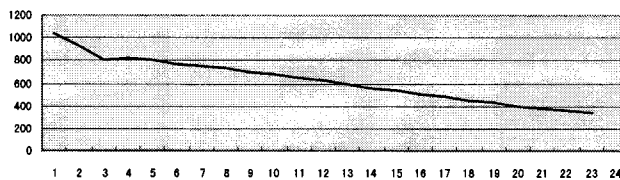
RC→P

图 36



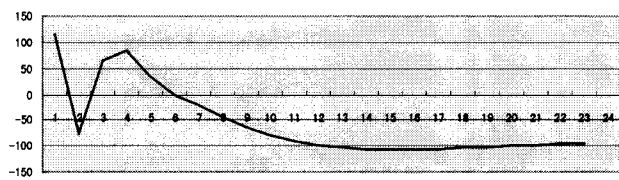
E→NP

图 32



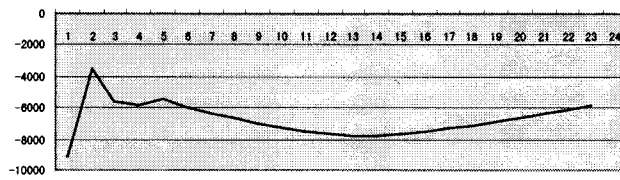
RG→NP

图 37



E→S

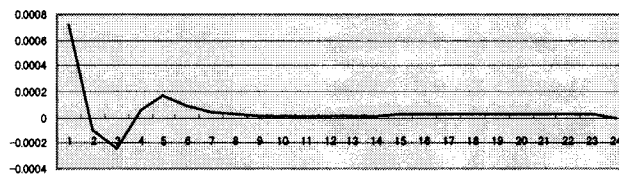
图 33



RG→P

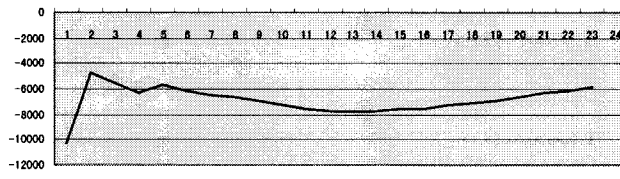
图 38

符号不一致



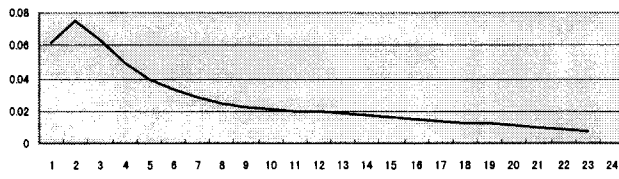
E→D

图 34



RG→RC

图 39



RC→NP

图 35

