

## 米国における国債の短期化と金融政策

### 1. はしがき

国債管理政策は金融政策に重要な影響を及ぼすものであるが、このことは米国連邦準備政策の戦後の歴史においてもきわめて明らかなるところである。まことに、1951年の国債価格支持政策の廃止、すなわちインフレのエンジンといわれた国債金利固定化政策の廃止は「通貨政策のルネッサンス」といわれた時期を象徴する出来事であった。連銀当局はそれ以降、随時無制限に国債を額面価格で買い取るという政策を捨て去ることによつて、経済の自由かつ安定的な発展における金融政策の重要性を復活させたのであつた。さらに1953年、公開市場操作の目標を「国債市場における秩序ある状態の維持」から「無秩序な事態の是正」に移し、ビル・オンリー政策（“Bills-only” policy）を確立したことも、金融政策の実施に際しての国債管理政策への顧慮を軽減し、その効果を高める画期的な措置であつた。

ところで、昨年夏の長期国債市場の動揺を一つの契機として、再び国債管理政策と金融政策との調整の問題が各方面の注目を浴びている。すなわち、国債の短期化という事実が金融政策の円滑な遂行を阻害していること、およびそれにもかかわらず国債の長期化政策が難航していること、これが現在、米国の財政・金融当局の最も大きな問題となつているのである。以下この問題について若干ふれてみたい。

### 2. 国債の現状とその短期化

初めに国債の現状をみておこう。昨1958年末現在、国債発行残高は総額 2,830 億ドルであつた。これは同年の国民総生産の65%に相当している。

国債残高が膨張したのは主として第2次大戦の戦費調達によるものであつた。戦前の1939年末に420億ドル足らずであつた国債残高は、戦後1946年2月に2,792億ドルと6年間に7倍近くに増加した。戦後になつて国債残高は当然のことながら減少しはじめ、1948年末には2,530億ドルを下回るに至つたが、その後国際緊張その他の諸要因により再び漸増し、近年ついに1946年のピークをこえる水準に達した（第1表）。

(第1表) 国債残高推移 (単位・億ドル)

区 分	1939年	1945年	1948年	1953年	1956年	1958年
総 額	419	2,787	2,529	2,752	2,767	2,830
市 場 債	347	1,988	1,575	1,546	1,604	1,756
交換可能債	—	—	—	120	108	83
非市場債	25	569	614	651	574	521
特別発行債	42	200	317	412	456	448

注 (1) 計数は各年末。総額には若干の無利子債（IMF出資代用証券など）が含まれている。

(2) 市場債は財務省証券（13週および26週）、債務証券（1年以内）、中期債（1～4年）、長期債（5年以上）など。

(3) 交換可能債は所有者の選択により市場債に転換可能な非市場債。

(4) 非市場債は大部分貯蓄債券。

(5) 特別発行債は直接政府機関に対し発行されるもの。

資料：連邦準備制度理事会月報。

このような巨額の国債が金融市場に対していかに大きな影響を与えているかは改めていうまでもなからう。しかし根強いインフレ基調に悩む近年の米国経済にとって、この巨額の国債がもつている最も重要な意味は、それが大部分短期債ないし期近債から成つているという点から発している。すなわち、国債はもともと経済に対しインフレ的な効果を有するものであるが、その償還期までの期間が短縮するにつれてインフレ的效果がより強くなるからである。

いま、国債の大半を占める市場債について償還期までの平均期間の推移をみると、次の通り戦後ほぼ一貫して短期化し、最近では終戦直後の約1/2

となつてることがわかる。1946年2月末の市場債残高は約2,000億ドルであつた。そのうち満期まで5年以内のものが53%、5年以上のものが47%で、全体の平均期間は9年2か月となつていたのである。これに対し1957年末現在では、残高約1,640億ドルのうち5年以内のものが74%、5年以上のものが26%となり、全体の平均期間は4年7か月へ短縮した。(注) また1949年末には翌年中に借換を要する市場債は490億ドル、31%にすぎなかつたが、1957年末にはこれが750億ドル以上、46%にのぼるものとなつていた。

(注) 市場債の償還期までの平均期間の推移

1946年2月末—9年2か月	1957年12月末—4年7か月
1953年6月末—5年4か月	1958年6月末—5年3か月
1956年12月末—4年11か月	1958年12月末—4年9か月

なお貯蓄債券は発行後6—12か月たてば随時買取償還を要求しうるので、その点では短期債に近い。

### 3. 国債短期化の弊害

国債短期化から生ずる問題の中心点は前にふれたそのインフレの効果であるが、それが金融政策に対してどのような影響を与えるかについて、さらに立ち入つてみれば次の通りである。

(1) 短期債や市場債はその性格上、保有者にとつて現金に近い。これらは市場で容易に処分されうるし、また償還期まで比較的短期間待つだけで現金化することができる。したがつて民間における短期債の保有額が大となればなるほど、経済全体の流動性が高まり、支出増加の傾向を促進することとなる。これは金融政策がインフレ抑制のため引締めに向かう場合、その効果を妨げる作用をする。

(2) 近年の連銀当局の支配的な見解は、「金利が上昇すれば証券価格が下落し、そのため保有証券を市場で現金化しようとする動きが阻止され、貸出の増加がチェックされる」(いわゆるローザ理論)(注)ということである。しかしこのような理論の効果が顕著に現われるのは長期債

が多額に保有されている場合であつて、巨額の短期債が広く保有されている場合には、このような現象はあまり期待しがたい。

これは、短期債の場合には金利上昇に伴う証券価格の下落が長期債におけるよりも小であつて処分するときの資本損失が少ないからである。したがつて、わが国のように短期債金利が低利に固定化され、大部分が中央銀行保有となつている場合とは根本的に事情を異にするが、米国のように国債金利が自由に変動する場合においても短期債保有が非常に多額にのぼると、金利上昇→証券価格下落→支出抑制という金融引締め政策の効果は限定されざるをえない。

(3) 短期債の比重が大となれば、当然、借換操作が頻繁に行なわれることになり、金融市場はそのつど攪乱の影響をうける。財務省はたとえ不利な条件のもとでも借換を行なわなければならないが、これは金融市場に対する圧迫がそれだけ大なることを意味する。また連銀は借換のたびに、これを円滑にするため程度の差こそあれ金融を緩めなければならない。このようなことは、いうまでもなく金融引締めの時期における連銀政策を複雑かつ困難にすることになる。

このようにみれば、国債の長期化が現在きわめて重視されている理由はおのずから明らかであるが、経済の自由かつ安定的な発展のために金融政策の役割が一段と重要視されている折から、国債長期化の要請はさらに高まつている。もし長期債の比重を高めることに成功するならば、それだけ金融政策の運用は容易となり、インフレに対してもデフレに対しても、はるかに強力に作用しうることとなろう。財務省や連銀当局が近年しばしば国債長期化政策の重要性に言及し、かつあらゆる時期をとらえてこれを実現すべく努力しているのはこのためである。

(注) ローザはニューヨーク連邦準備銀行の調査局担当理事。

#### 4. 国債長期化政策の実績

国債長期化政策が戦後はじめて本格的に実施されたのは、共和党が20年ぶりに政権についた1953年初めであった。長期化への関心はそれまで決してなかつたわけではなかつたが、戦後しばらくの間はとかく国債価格支持政策の可否という大問題の蔭になつて表面化するに至らなかつた。しかし市場債の平均期間は1953年初めにはすでに5年3か月まで短縮し、長期化の必要はもはや誰の目にも明らかとなつた。そこでこの問題を大統領選挙の公約として掲げてきた共和党は、新政府発足とともにこれに着手したのである。

政府は1953年2月正式に長期化の方針を明らかにし、まず同月、2½% 5年10か月物長期債6.2億ドルを発行して市場の動向を打診、次いで5月3¼% 30年物長期債16億ドルの発行を断行した。後者は戦後はじめての10年以上の長期債発行であり、かつ3¼%という当時異例の高金利が付されたという点で市場の注目を浴び、その発行は成功裡に終了したかにみえたが、まもなく金融市場に硬塞状態が生じ、続いて1953~54年の景気後退が始まつた。このため長期化政策は着手後半年足らずで一時中断のやむなきに至つた。

1953年下期から1954年末までの間には、景気の前向きに対する懸念から期間10年以上の長期債発行は見合わされたが、それでも折からの金融緩慢を利して長期化への努力が続けられた。すなわち、この時期の長期債発行はすべて5~9年物に限られているが、発行高は結局260億ドルにのぼり、1955年2月の3% 40年物長期債19億ドルの発行を合わせると、長期化はある程度の成果を収めたようであつた。

しかし、景気の上昇とともに民間の資金需要が激増し、長期国債に対する市場の条件は急速に悪化した。1955年2月の借換に当り、満期債20年物

の保有者で前記40年物に応募した割合はすでに75%という低率であつたが、1956~57年と経済がブーム状態に移行するにつれて3か月物の財務省証券金利でさえ4%に近づき、このため長期債は1957年秋までほとんど発行されなかつた。(注)

(注) 唯一の例外は、1955年7月の前記40年物の追加発行(8億ドル)であつた。

こうして、1957年秋には市場債の平均期間は4年7か月となり事態は一段と深刻化した。そこで財務省は折からブーム衰退のきざしを映じてたまたま金融市場に若干の余裕ができたのを幸い、再び長期化政策に乗り出すこととなつた。この長期化計画は1957年9月の4% 12年物長期債発行をもつて始まり、以後景気後退—金融緩和と併行して、1958年6月国債市場動揺により中断されるまで続けられた。

この期間に発行された長期債は、新規発行39億ドル、借換発行129億ドル、計169億ドルで、同期の市場債発行総額463億ドル(財務省証券を除く)の36.5%に当る。また長期債中、期間10年以上のものは42億ドルに達し、戦後のどの1年間よりもはるかに多額であつた(第2表)。

(第2表) 戦後の長期債発行 (単位・億ドル)

区 分	5~10年物	10年以上	計
1946~51年	—	—	—
1952年	51.7	—	51.7
1953年	46.1	16.1	62.1
1954年	217.4	—	217.4
1955年	—	27.5	27.5
1956年	—	—	—
1957年	—	13.1	13.1
1958年	127.3	28.6	155.8
計	442.4	85.2	527.7

資料：財務省月報。

このように積極的に行なわれた長期化政策も、1958年6月、2% 7年物長期債発行を機に生じた市場の動揺によつて再び挫折した。市場動揺の直接の原因は投機の失敗にあつたとされている。投機筋は景気がより悪化すれば金融がさらに緩和

し、長期国債価格が上昇すると予想した。しかしこの思惑は、意外に早かつた景気の底入れと連銀のインフレ警戒的態度とにより水泡に帰し、投機的保有国債の処分物が殺倒、価格の急落を招いたのであつた。

国債市場は財務省および連銀の中長期債買入れなどの收拾策により8月には一応平静化した。しかしこの動揺の残した市場の不安定によりその後の長期債発行は不可能となり、6月末5年3か月と改善されていた市場債の平均期間は再び逆戻りして年末には4年9か月となつた。1959年に入つても市場の基調は十分に回復したとはいえずなお若干不安であつて、1月に半年ぶりで4%21年物長期債7.5億ドルが発行されたものの、2月の150億ドルの借換に際しては長期債の発行はついに断念せざるをえない状態であつた。

## 5. 長期化政策の教訓

さて、以上の経験は国債長期化のむずかしさを改めて感じさせるものであつた。数年にわたる長期化への努力は、結果的には短期債の比重を軽減させるには至らず、むしろ短期化の進行をかううじて阻止しえたという程度にとどまつたわけである。しかしながらこの経験はまた、今後の長期化政策のために検討を要するいくつかの問題点を含むものでもある。そこで次に、そのうちとくに注目すべき諸点について若干ふれてみよう。

### (1) 金利の高さ

長期化政策が思うように進捗しないということは、長期国債が近年一般に不評になつていることを示すものである。一例をあげると、国債の主要な買い手である生命保険会社では、その資産総額が1945年末450億ドル、1950年末640億ドル、1957年末1,010億ドルと増加しているのに、国債保有額はこの間逆に205億ドル、135億ドル、70億ドルと急減している。商業銀行や貯蓄銀行などにも

多かれ少なかれ同じ傾向がみられる。戦後、国債の買い手として重要性を増しているのは、連邦・地方政府の諸政府機関（年金・保険基金など）だけといつても過言ではない。

このような長期国債の不評には多くの事情があるろうが、最も簡明な理由としてしばしば指摘されているのは、その金利が低くすぎるのではないかということである。もちろん、経済の成長に対する確信の高まりに応じて、民間事業、住宅、地方公共事業などの長期資金需要が年々増加し、以前ならば国債に流れた資金がこれに吸収されているという事情、あるいは長年のインフレ基調のために確定利付債の魅力が薄れているという事情などを否定することはできない。しかしこれも見方によつては、国債金利引上げの必要性を示唆するものと言えないわけではない。

国債費が年々増加し最近では80億ドルと予算の約1割に及んでいる折から、国債金利の高低は財政負担の増加を避けようとする財政当局にとつては重要な関心事であろう。しかし自由経済を建前とし金利に経済調節機能を期待する限り、金利水準はできるだけ市場の決定に委ねなければなるまい。インフレ回避—経済安定のためには「国債金利負担が著しく増加」するとしてもやむをえない、というのが「ダグラス」報告以降の一般的な見解であるが、このことはインフレ懸念がより増大している現在、とくに留意すべきところであろう。国債の不評はこのような態度を一層推し進めることによりかなり防ぎうるように思われる。

### (2) 景気動向と長期化

次に、長期化政策がこれまでのところ、景気との関連における国債管理の定説とはむしろ逆に行なわれた、という点にも検討すべき問題がある。

従来の定説とは、周知のように、①景気上昇期には長期債を発行して経済の流動性を削減し、②景気後退期には短期債を発行して流動性を高め、

もつて金融政策に協力するということであつた。しかし近年の事例に関する限り、たとえば景気後退期にも物価の堅調などインフレ圧力が強く、そのうえ景気対策的な財政支出が急増するという事態が発生し、短期債の発行は経済に過大な刺激を与えるおそれがあつた。また他方では、ブーム期の長期債発行は連銀の支持—金融緩和という好ましくない操作を不可欠とし、さもなければ異例の高金利を付する必要があると、事実上長期債の発行はきわめて困難であつた。

こうして長期化政策は従来の定説通りに実施されなかつたわけであるが、それにしても前記の金利水準との関連において、たとえば1955～56年のブーム期には、もし財務省が金利の高さにこだわらなかつたならば定説通りの長期債発行を試みる余地があつたように思われる。そしてその場合には、ブーム時のインフレ圧力が抑えられ、その後の長期化政策の困難もより減じたかもしれない。

ただし現実の条件ははるかに複雑であつて、性急な結論を避けねばなるまい。最近、以上の定説が近年の米国経済には適用しがたいとする見解、すなわち国債管理政策は景気に対し中立的であれ、という見解が生じていることは注目に値するところであり、景気対策としての国債借換操作の限界を示すものとも言えよう。

### (3) ビル・オンリー政策

長期国債が不評である理由には、またその価格が最近目立つて変動する点もあげられている。国債が最も信用度の高い証券とされている以上、その価格の安定性が望まれることは言うまでもない。また長短期国債の金利差が常に正常な関係に保たれることも必要であろう。

ところが1957～58年の長期化に際しては、長期債価格は1957年秋 89.77ドル、1958年春 93.23ドル、同秋 89.36ドル とかなりはげしく変動し、長短金利差も1957年末 0.2%、1958年半ば 2.31% と異常

に拡大した。このため連銀は中長期国債市場にも随時介入し、その安定を期すべきだという意見、つまりビル・オンリー政策の修正を求める声が出るようになったのである。

ビル・オンリー政策とは、連銀が公開市場操作を行なう場合、財務省証券のみを用いてその他の中長期債を売買しない、という政策である。連銀は公開市場操作の目的たる加盟銀行の準備調整のためには財務省証券の売買で十分であること、長期金利ないし長短金利差はなるべく市場の自由な決定に委ねるべきことなどの理由から1953年来この政策を実施してきた。

連銀としても、もちろん絶対に中長期債を売買しないというわけではなく、1958年夏の市場動揺に際しては市場の秩序回復のため実際にその操作を行なつたことは前にもふれた通りである。ビル・オンリー政策批判の論点は、連銀がこの態度を若干緩和すれば市場は安定し、国債投資の誘引に資するであろう、というところにある。

ビル・オンリー政策論議は有名なマーチン・スプラウル論争以来の懸案で、それだけになお多くの論点を残すものである。しかし連銀理事会リーフラー顧問も述べているように、この政策は過剰準備の調整という点だけでなく、さらに市場の動きを自由にし、もつて連銀の判断を容易ならしめるという点においてもきわめて重要な役割を演じている。しかも連銀がこの政策を修正して中長期市場に介入することは、国債価格支持政策への逆行となりやすく、遂には長期化本来の目的を無に帰するおそれさえ内包するものである。したがつてビル・オンリー政策修正の可否を論ずる場合には、とくにこれらの諸点に留意する必要があることを指摘しておかなければならない。

### (4) 財政の均衡

最後に長期化をめぐる最も重要な問題点として、健全財政確立の必要性が論ぜられていることを挙

げなければならない。

長期化の経験はこれまでみてきたように、多くのかつ困難な問題を提起しているのであるが、問題の抜本的な解決は、一言にしていえば均衡財政の達成以外にはない。国債の存在自体が財政赤字の所産であり、また財政赤字のもたらしたインフレこそが国債の不評の最大の原因であるからである。均衡財政によりインフレ圧力が減殺されるならば、国債に対する不評も解消し、長期化は著しく容易となる。ブーム期に財政が相応の黒字を実現し、進んで国債償還をも行ないうる状態となれば、国債管理と景気との問題もおのずから異なつた形のものとなるはずである。

米国の現状では均衡財政の達成には、国防費その他の重圧、あるいは増税に対する抵抗などから困難な条件が多い。しかしそれにもかかわらず、本年初の予算教書において、大統領が現年度の130億ドルの赤字から明年度の黒字1億ドルへドラスチックな財政政策転換の方向を打ち出したことは、均衡予算が現在の米国経済にとつていかに緊要な課題となつているかを明示している。これは長期化の問題を解決する上にまことに意義深いことと言わなければならない。

さる2月の国債借換はこの間の事情を如実に示すものであつた。財務省は債務証券98億ドル、中期債51億ドルの満期到来に際し、市場の不安にかんがみ、予想に反して長期債の発行を取り止め、1年物債務証券と3年物中期債とにそれぞれ3%および4%という「実勢以上」の高金利を付して借換を行なつた。にもかかわらず、この借換は21億ドルにのぼる現金償還請求を招いたのであつて、満期中58億ドルが連銀など公的機関の保有分であることを考慮すれば、民間保有分の借換率

は77%という低率にとどまつた。つまり、インフレ基調のために高金利のしかも短期債しか出せず、これがまたインフレ心理を刺激して長期債を不評にする、という悪循環が作用していることが明らかとなつたのである。

「われわれは増税ないし税制の改革により歳入の増加を図るか、あるいは諸計画を選別して歳出の削減を期するかのいずれか、という現実を直視しなければならない」という連銀理事会マーチン会長の言葉は、この問題についてもまさに核心をついたものと言ふべきであろう。

## 6. むすび

以上、米国の財政金融当局が国債長期化問題をめぐつて現在いかに困難な問題に直面しているかについて述べてきた。本年初の大統領予算教書に示された均衡予算の方向が、この面でもとくに意義深いものであることは、もはや言うまでもあるまい。

長期的な解決策は別として、財務省では当面、銀行以外の国債保有の拡大、償還期の集中による借換の市場に対する影響の調整、新種債券（26週物証券など）発行ないし割引発行方式の採用などによる市場の実情への適応など各種の努力を払つている。また一部ではインフレ抑制のための連銀権限強化などの提案も行なわれている。

このような努力なり提案なりが、實際上どれほどの効果をあげうるかについては卒直に言つてかなり問題であろう。しかしこれまでみてきた諸困難は、経済の安定的成長を期する限り、なんらかの形で早急に処理されなければならないものであつて、われわれとしても今後、この問題をめぐる米国金融界の動向を引続き注視する必要がある。