

最近における米国国債管理政策の発展

1. は し が き

近年における国債管理上の重要課題は、いうまでもなく依然としていわゆる国債の長期化にあるが、その具体的な実行は最近非常に問題となった1958年6～7月の国債市場の動揺以降著しく困難となった。この市場動揺はそれに先立つ1957～58年の景気後退期におけるかなり無理な中・長期債の大量発行に由来するものであったが、ともかく1958年夏の市場の混乱以来しばらくの間は市場不安が続き中・長期債の発行がほとんど不可能となった。しかし市場が一応の安定を取りもどした後にも、たとえば1959年には鉄鋼ストと異常な高金利、1960～61年には景気後退とドル不安による長期金利引下げと短期金利の高水準維持の必要など、長期化の実行に不利な条件が継起したのであった。

このような困難な諸条件のもとで、財務省はさまざまの細かい国債管理技術の改善に大きな努力を払い、これを通じて国債管理の諸目標を追及しようとした。すなわち、国債管理技術面での前進がこの時期における国債操作の重要な特徴であったといえる。これらの動きは、その性質上いずれもかなり細かい地味なものであるが、実際の国債市場の動きを捉えるためにも、また米国の国債管理政策の性格を理解するためにも、興味深いものと考えられる。以下では、最近のこのような国債管理政策の動向を明らかにするために、とりあえず1958年夏以来の国債管理技術面での前進を整理してみることにした。なお動揺を契機として、国債の経済的意義、国債残高増大の妥当性、国債市場のメカニズム、国債管理政策の経済政策におけ

る比重など、多面的な再検討が各方面で進められているが、ここではこれらの問題は一応考察外とした。

2. 国債管理政策の指標

1961年6月末現在、国債残高総額は2,889億ドルで、国民総生産の約55%、公私債務総額の約30%を占め、連邦政府はこれに対し年約90億ドルの利子を支払っている。国債管理政策の重要性はこれら諸計数からも明らかであろう。

国債管理政策は国債の発行、償還、借換えに関する政策であり、具体的には財務省がそれぞれの国債の種類や条件、ないしは操作の時期などについての決定を通じてこれを行なっている。近年においては国債管理政策は、第1に経済の成長と安定とに貢献する、第2に均衡のとれた国債の期限別構成を作り上げる、第3にこれら両者のわく内で借入コストをできるだけ押える、の3点をその主要目標として運営されてきた。

第1の目標は、たとえば国債をできるだけ真の貯蓄者に保有させ、商業銀行の信用創造による国債引受のインフレ的效果を押えるとか、景気後退期に経済の回復に必要な新貯蓄を吸収し尽さないよう長期債の発行を控えるとかである。第2の目標はいわゆる長期化の問題である。既存国債の満期までの平均残存期間は、1946年に比し現在半減しているが、この短縮化は金融市場の流動性を高め、経済に不断のインフレ的圧力を与えるとともに、長期投資家を国債市場から離脱させ、国債市場(とくに長期市場)を狭隘化する原因となっている。第3の目標についてはとくに付言するまでもあるまい。

もちろん、これら諸目標が常に矛盾なく実現されるものではない。かつて、国債管理の景気安定的役割を重視し、ブーム局面では長期債を発行して投資に向かう資金を吸収する一方、後退局面では流動性増大のため商業銀行保有に適した短期債を発行することにより、景気対策と長期化政策とをともに実現しようとする見解があった。だが、実際にはブーム期の長期債発行は市場にとかくおもわく人気を刺激し、価格の崩落、市場の梗塞など不測の攪乱を引き起こすおそれがあり、あわせて金利が過高であることや長期債金利に対して4¼%の法定限度があることなどの事情からきわめて困難であった。他方国債の短期化があまりにも進んでいるという状態のもとでは、金融市場における不安定除去の観点から、たとい目先き景気の回復を妨げる危惧のあるときでも長期化を強行せざるをえないこともあった。また、経済成長に伴う国債の規模の相対的縮小とか、また成長および安定政策としての金融政策ないし財政政策との関係の変化などによっても、これら諸目標間の重点が当然変わることであろう。国債市場の動揺以降の時期には、とくに金融市場への攪乱的影響を限局し、金融政策の運営を容易にすることを重視する傾向がみられるが、以下にみる管理技術の改善もこれら複雑な問題を背景とするものであった。

3. 国債管理政策の前進

(1) 期限前借換操作

さて、この数年間に新たに始められた国債管理技術としては、期限前借換操作(advance refunding)がその最も重要なものであろう。

期限前借換操作とは、ある既存の国債の保有者に対し、その国債の満期よりかなり以前に、保有者と財務省との双方に有利な条件で、期間のより長い新しい国債と交換する機会を提供しようとする

ものであって、そのねらいは、国債の期限別構成および保有者分布の改善という二つの目的を、金融市場への攪乱の影響を最小限にとどめつつ、一挙に達成しようという点にある。

この方式の採用された背景は、まず国債の短期化とその期限別構成の不均衡である。市場債の平均残存期間の短縮は前にも触れたが、この間1～5年ものが急増する反面、5年以上の長期債が著しく減少している。1年以内の短期物の残高700～800億ドルは経済規模の拡大に照らし一応妥当と考えられるにしても、5年以内の期間のもの比重が過大であることは、借換操作をひんばんかつ困難ならしめ、社債や地方債の需給を乱し、経済の流動性を高めるものであり、金融市場と金融政策に好ましくない影響を与える。したがって、この領域の既存債をより長期の領域へ移すことの意義はきわめて大きい。

市場債の期限別構成

(単位・億ドル)

区 分	総額	1年以内	1～5年	5年以上	平均残存期間
1946年6月末	1,896	620	248	1,029	7年11か月 (12月末)
1953年	1,474	653	362	460	5年4か月
1959年	1,781	730	583	469	4年7か月
1960年	1,840	705	728	407	4年4か月
1961年	1,871	811	584	476	4年6か月

他方、国債の短期化に伴うその保有者分布のゆがみも重大化しつつある。生命保険や貯蓄銀行、あるいは年金基金や個人などの長期投資家は、国債の短期化につれて、これを処分して国債以外の長期投資物件に乗り換えることとなる。そうでなくてさえ、戦後経済の安定的成長を背景に、とみにその安全性を増した社債や、政府の保険または保証を与えられた抵当からの競争に押されている長期国債は、このためいっそうその顧客を失い、国債市場はさらに狭隘化するであろう。これを放置すれば長期国債はしだいに流動資産として保有

されることとなり、その満期に際し長期債との借換えがますます困難となろう。

期限前借換えはこれらの事情に対処する適切な方法である。とくに既存の国債が長期投資家の手元にある間に新長期債と借り換えるという点で、これが保有分布に激変なく比較的容易に実行可能であること、長期投資家の離脱を防ぎ市場の狭隘化を防止すること、ならびに、新規の長期債発行や満期到来時の借換長期債発行の場合と違って新貯蓄を吸収しない点で、市場における資金の需給や金利に対する影響ははるかに少なくすむこと、などが特筆されよう。

長期国債保有別分布の推移

(1962年6月および12月満期2½%長期債の場合)

区 分	1946年 12月末	1952年 6月末	1960年 6月末
政 府 ・ 連 銀	3%	15%	15%
商 業 銀 行	4	9	48
生 保 ・ 貯 蓄 銀 行	46	38	8
そ の 他	47	38	29
(満期までの残存期間)	(15½年)	(10年)	(2年)

投資者側にもいくつかの利点がある。借換新債は期間の延長と金利の引上げとを組み合わせたものであり、借換えに応ずることによって利子収入が直ちに増加し、かつそれが長期にわたり保証されることになる。借換えに応ずることなくして等しい収益を得るためには、満期日に現在の市場金利よりかなり高い金利で再投資せねばなるまい。たとえば、かりに残存期間5年の2½%債に3¼%10年ものへの借換えが行なわれるとしよう。投資者はこれに応ずることにより、①5年間年¾%、100ドルにつき3.75ドルの利子収入増となるうえ、②次の5年間に年3¼%、100ドルにつき16.25ドルの利子収入が確保される。借換えに応じない投資者は、2½%債の満期時にこの両者の合計20ドルの収益を生む5年間の投資、すなわち年4%以上の投資が可能となった場合にのみ、期限前借換

えに応じた場合と等しい収益をあげることとなるわけである。また、1959年9月の税法改正により、期限前借換時における資本利得に対する課税が新債の償還時または処分時まで延期されうることとなったが、これを考慮すれば借換えに応ずる利益はいっそう大となろう。

期限前借換えは1960年6月テスト・ケースとして小規模に行なわれた後、同年10月から本格的に実施されるに至った。具体的には、満期まで比較的長期(5~12年)の既発債をより長期(15~40年)の新債に交換するいわば長期的借換え("senior" refunding)と、1~5年の既発債を5~10年の新債に移す中期的借換え("junior" refunding)というべきものとの二つの形式で行なわれている。1960年6月の借換えは1961年11月満期2½%長期債112億ドルのうち、39億ドルを3年11ヵ月もの3¾%中期債へ、また3億ドルを7年11ヵ月もの3¾%長期債へ交換した中期的借換えであった。同種の借換えは1961年3月にも行なわれ、満期まで15~30ヵ月の中・長期債計194億ドルのうち、60億ドルが5~7年もの長期債へ交換された。これに対し長期的借換えは、まず1960年10月、戦時中に発行された1967~69年満期の2½%長期債4種計125億ドルのうち、40億ドルが1980、90、98年満期の各3½%長期債3種(うち1990年満期分は1958年発行分の追加)へと借り換えられたが、この結果市場債の平均残存期間は4年2ヵ月から4年9ヵ月へとかなり長期化された。第2回めの長期的借換えはさる9月実施のもので、1970~71年満期の2½%長期債2種計76億ドルのうち、37億ドルが初回と同じ1980、90、98年満期の長期債(追加発行)へ借り換えられている。

(2) 現金借換方式

現金借換(cash refunding)方式は、国債の借換えに際し現金による借換新債の応募を認めようとするものである。

従来の借換えにおいては、財務省証券の場合を除き、借換分として発行される新債への応募資格が満期となる旧債の保有者に限定され、新債に応募するためにはまず旧債を入手しておかなければならなかった。現金借換方式では旧債保有者の優先的新債応募権が否定され、旧債が現金で償還されると同時に、必要な資金が広く一般に対する新債の発行により調達されることとなる。

この方式の利点は、まず従来の方式に随伴する投機の発生を防止することにある。すなわち、そこでは、きたるべき借換えに際して発行される新債の条件が有利なものとなると予想される場合には、市場ではこの新債を入手するためにまず旧債を得ようとする動きが生ずるであろうが、場合によっては、これは新債を処分して利益を得るためにのみ旧債を買い入れるという投機的取引を誘発することとなりうる。1958年の国債市場の動揺は、この種の投機的取引の行き過ぎに起因したものであった。新方式は新債への応募に対する制約を除くことにより、このような投機の生ずる余地を防ぐことができる。

このほか、借換えにおいて期間の異なる新債を組み合わせ発行する場合、それぞれの新債の規模は、旧方式下では旧債保有者の選択にゆだねられることになるが、新方式のもとでは市場の状況に応じて当局があらかじめ確定することができる。また、現金による頭金を課して投機を押えることもやりやすくなるし、実際の割当に際し財務省は最も望ましいとみられる投資者に有利な優先的割当方式をとることもできる。旧方式のもとでは借換えに応ずるものがなかった部分については後日再び新規債の発行を要することにもなるが、新方式のもとではこうした手数は省略される。

新方式が最初に採用されたのは、1960年8月の借換えて、4¼%中期債など計104億ドルの満期に対し、3⅞%債務証券および3⅞%長期債を発

行、226億ドルという巨額の応募を得る成功裡に遂行された。この場合旧債保有者は、頭金の支払や割当を得た際の代り金支払に旧債を額面価額で充当することを認められた。第2回めの1961年2月の借換えは、4⅞%債務証券69億ドルの借換えて4億ドルの新規資金調達とを組み合わせ、3¼%中期債を発行(応募190億ドル)したものであったが、このような発行方法は新方式をとることによってはじめて可能となったことである。

最新の事例はさる5月の借換えて、3%中期債など77.5億ドルの満期に対し、3¼%中期債など83億ドルが発行(応募268億ドル)されている。

なお、この方式に市場の状況に応じ今後も随時従来の方式と併用される方針である。

(3) 満期日の集中

満期日の集中というのは、毎週の財務省証券と納税資金引当の租税証券とを除き、国債の満期日を毎年2、5、8および11月の各15日に集中させようという計画である。

既存国債の借換操作は前にも触れたように金融市場に攪乱の影響を与え、民間および地方公共団体の資金調達を困難にさせやすい。満期日の集中計画は、借換えの時期とひん度とを適当に調整することにより、このような金融市場への悪影響を減少させることを目的としたものである。とくに毎年2、5、8、11の各月が集中の時期として選ばれたことは、これらの各月が毎四半期の中間の月であり、たとえば法人税納入期にあたる3、6、9および12月などをはずした比較的市場の閑散な時期にあたるためである。これに対し、従来の例では国債の満期日がこの毎四半期の最終月と定められる場合が多かった。巨額の借換えが納税期の繁忙な市場で実施されることの弊害の最も著しい例は、これまた1958年夏の国債市場の動揺であって、旧債の満期が6月15日の納税期と重なり合ったことが、借換操作を複雑にし、新債の最終

投資家への配分の過程を乱すことにもなったとされている。

この計画は1953～54年ごろはじめて取り上げられたが、とくに1957～58年以降目立って進められるようになった。たとえば向こう10年以内に満期となる中・長期市場債のうちで、この計画のもとに整理されたものの割合は、1953年度末の10%に対し、1957年度末56%、1959年度末79%となった。以後、この比率は若干足踏み状態を示しているが、これは毎四半期の最終月を満期とする1970～72年満期長期債157億ドルが向こう10年の満期到来債の範囲にはいつてきたため、整理の方向には変わりはない。

(4) 新種財務省証券の発行

財務省証券は1930年代の一時期を除き13週間もの1本であったが、1958年12月以来これに加えて26週間ものの発行が開始され、さらに1959年春以降には1年もののがこれに付加された。これらのうち、26週間ものは13週間ものと同様に毎週入札されるのに対し、1年ものは毎年1、4、7および10月の各15日に発行される。

26週間もの財務省証券の新設は、13週間ものの発行額を適正化し、かつ3か月では短かすぎ1年では長すぎるという投資需要、たとえば農業地帯や保養地帯の銀行や事業、あるいは特定目的の準備積立を行なう法人筋の需要に応えることを意図しており、また、1年もの財務省証券は、従来1年ものとして不定期に発行されていた固定利付債務証券に代替するもので、その残高を減少させるとともに、借換えを定例化することを目的として行なわれた。

これら両種の新しいサイクルの設定により、設定直前234億ドル(13週間もの週18億ドル)であった財務省証券の規模は、本年7月末現在、13週間もの(毎週約11億ドル発行)142億ドル、26週間もの(同約5億ドル発行)128億ドル、1年もの(毎期

15～20億ドル発行)70億ドルと、合計340億ドルに拡大された。すなわち、これによってこの巨額の短期資金が日常の操作を通じて不断に借り換えられることによって安定した資金源となり、またその借換えを金融市場への攪乱的影響を最小にとどめつつ行なうことが可能になったのである。

これとの関連において注目されるのは、さる6月14日に、8月3日から11月30日に至る各週ごとに満期を迎える財務省証券18億ドルが「一括発行」(“strip issue”)されたことである。これにより発行された財務省証券は満期まで最短50日から最長169日となるわけである。これは、6月半ばの租税証券償還などに要する一時的資金を確保するため行なわれた操作であるが、とくにこのような異例の方法がとられた理由は、これら証券の満期到来後の借換え操作を毎週の財務省証券操作に組み入れて行なうことを意図したものと思われ、ここにも国債の借換えを円滑に行ない、金融市場に対する不必要な影響を回避するための配慮がうかがわれる。

(5) プレミアム、ディスカウント発行と追加発行

なお、これらのほかより細部的な改善も随時行なわれた。二、三の例をあげてみると、まず国債のプレミアムまたはディスカウント価格による発行がある。国債発行は財務省証券などの入札発行の場合を別として、伝統的に額面平価で行なわれ、また金利も一般的に $\frac{1}{8}$ %刻みで付されるのが普通であった。しかし、市場金利が微妙な動きを示しているときには、この方法では新規債に対して適切な条件を定めにくい場合が多い。そこでこの欠点を避けるために、財務省は1958年6月の新規 $3\frac{1}{4}$ %長期債の発行につき、100 $\frac{1}{2}$ のプレミアム価格による売出しを実施するに至った。他方、同年12月の借換えには3%債務証券が99.95、3%中期債が99%と、それぞれディスカウント

価格で発行された。以降現在に至るまでこの方式は比較的活発に実施されている。

また、既発行分と同一銘柄の国債を追加発行(reopening)するという方式が活用されていることも付記しておく必要がある。これは格別新しい方式ではないが、銘柄を少なくし、同一のものを多く発行することにより市場を広げるという利点をもっており、プレミアムあるいはディスカウント発行とも組み合わせ用いられることも少なくない。なおこれと関連して、1959年3月以降、財務省証券の13週間ものは26週間ものの追加分として発行されている。

4. むすび——国債管理技術改善の意義

以上、各種国債管理技術の発展は、一見地味ではあるが、国債の期限別構成の是正や保有分布の改善をはじめとして、国債構造の簡素化、投機の防止、投資需要への即応など、多くの面にわたって国債管理政策の目標達成に貢献した。今後の国債管理はこれらの技術的な改善から少なからぬ利益を受け取ることであろう。

管理技術の発展についてとくに注目すべきことは、その金融政策に対する意味である。国債操作の規模と時期、あるいはひん度を適当な範囲に整理しえたこと、国債の短期化を防ぎインフレの効果を押えたこと、長期投資家の離脱を阻止し国債保有を安定化したこと、このようにして国債市場の拡大、深化、円滑化に寄与したことなどは、いずれも国債管理を容易にただけでなく、従来国債管理操作に伴いやすかった金融市場に対する攪乱的影響を少なくし、また国債操作の都度金融政策の支援を必要とするといった不都合をかなりの程度軽減した。金融政策はこうして国債管理への顧慮という重荷を減ずることができ、自らの政策

目標をより弾力的に追及しうることとなった。元来国債の残高が増大し、国債市場が発達するということは、金融・資本市場の弾力性を高め、とくにそれが金融政策の効果を経済全般に円滑に浸透させる伝導体になるというプラスがある反面、金融政策は実際問題としてデリケートな国債市場の安定に不断に留意し、一方国債管理の要請との調整をはからなければならなくなるという大きなマイナス面が伴うことは否定できない。戦後の米英両国における金融政策が直面しなければならなかった多くの困難も、その一半はこうした国債市場対策にあったといっても過言ではない。以上に述べた米国の国際管理技術面での最近の改善努力は、こうした金融政策上の難問題の解決に大きな光を与えたものとしてその意義は小さくない。

最後に、こうした管理技術の発展が、あくまで金融の自由な市場機能に即し、これを強化するという正統派的な線に沿って進められてきたことも注目されよう。国債の円滑な消化や保有の安定が求められながらも、国債の強制保有制度のごとき急性な方策は全く問題とされなかったし、国債金利の決定も市場金利に即して行なわれ、人為的な低金利を維持する政策は常に排されている。金利機能という点に関連し、1918年以降第3および第4自由公債法により5年以上の長期債の金利が最高4¼%に制限されてきたことが近年とくに大きな関心事となっていたが、本年4月、法務長官が表面金利が4¼%以内である限り、割引発行も違法でない旨の裁定を下すに至った。これにより高金利市場における長期債発行をディスカウントで行なう道を開いたことは、市場の金利機能に即して国債管理を行なうという米国の伝統的観念を一步前進せしめたものとして重視される。