

が発生、軍隊の出動をみた。かかる動静に対し、ストが各地に続発している模様で不穏な労働者を抑えるため杭州では一罰百戒の意味で軍隊を使つたとみる向きもある。

(昭和50年9月9日)

## 最近における米国の国債増発と 金融市場への影響について

### 1. はしがき

米国では、1975財政年度的大幅赤字に続き、76財政年度も巨額の赤字予算が編成されているが、これに関連し、財政赤字の拡大に伴い巨額の国債が増発されれば、金融市場における財政資金と民間資金の競合をもたらし、それに伴う金利の上昇と資金の流れの変化(民間部門→政府部門)が民間の設備投資や住宅建設に悪影響を及ぼすことになるのではないかと懸念されてきた(8月号「米国の赤字財政の現状と問題点」参照)。

こうした懸念に対して、本年上半期中は民間資金需要が鎮静化していたこともあって、財政資金による民間資金需要の「締め出し(クラウディング・アウト)」は顕現化せずに終わっていたが、年央以降短期国債の増発が短期金利の強含みないし上昇の主因となってきているようにみられるほか、8月初以降社債市場では中・長期国債の利回りの上昇に伴う起債環境の悪化から起債繰延べの動きもみられている。

さらに先行きについても、①本年下半期の国債増発規模は上半期を上回るとみられていること、③上半期中負債構成の是正(昨年中著増した短期借入れからのシフト)のために高水準の発行をみた社債は、7月来の減少にみられるように今後は上半期ほどの起債規模には達しないとみられるものの、景気回復に伴い企業需資全体としては持直しが予想されること、③かりにインフレが再燃すればインフレによる名目金利上昇が生ずる可能性もあること、④「インフレを収束し長期にわたる繁栄の基盤を築く」(バーンズ議長)ことを重視している連邦準備制度としては、インフレ再燃警戒の立場から、先行き大筋としては、きつめの政策スタンスを維持することはあっても現在よりも緩めの政策運営を行う公算は少ないとみられること、

などを考慮すれば、国債増発に伴う金融市場への影響については今後一段と厳しいものが予想され、これを慎重に見守っていく必要があるものといえよう。以下、この間の事情をやや詳しくみることにする。

## 2. 財政赤字の拡大と国債増発の現状

米国では、財政史上単年度としては最大の減税措置(1975年減税法による。総額は228億ドル)等を映じ、75財政年度下半期(75年1～6月)の財政赤字が300億ドル(第1表)の巨額に達した(75財政年度全体では436億ドルの赤字)のに続き、76財政年度(75年7月～76年6月)についても財政赤字は600億ドル程度ないしはこれを上回る巨額にのぼるものとみられている。

(第1表)

財政収支じり(暦年ベース)の推移

(単位・億ドル)

	合 計	1～6月		7～12月	
1970年	-113	+ 53	-166		
71	-248	- 64	-184		
72	-171	- 46	-125		
73	- 79	- 18	- 61		
74	-110	+ 26	-136	(予想)	
75	-763	+300	-463		

資料: Treasury Bulletin 等。

これに伴い財務省は本年上半期(1～6月)の間に、すでに民間部門から約360億ドル(1月時点の見通し、280億ドル)の資金調達を行ったが、その後財務省は7月23日、8月央の中・長期国債借換え計画(起債額58億ドル、うち借換え分48億ドル)を発表すると同時に、下半期(7～12月)についても合計410億ドルにのぼる資金調達を行う計画<sup>(注)</sup>を発表した(6月時点の見通しでは380億ドル)。この結果、75年中としては約770億ドルの資金調達が行われる計画となった。

(注) 75年7～12月の財務省の国債発行計画  
(7月23日発表、単位・億ドル)

合 計	410
うち 貯 蓄 国 債	20～30
資本市場からの調達	380～390
7月1～22日	82.5
7月23～9月央	80
9月央～10月末	90
11～12月	128～138

## 3. 短期金融市場への影響

— T B 主導型の短期金利上昇 —

上記のような国債増発に伴う金融市場への影響について、まず短期市場金利の動きをみると、6月央反騰に転じた当初は主として連銀の介入レート引上げに伴うフェデラル・ファンドの上昇に先導された面が大きかったのに対し、7月後半から8月にかけてはしだいにT B金利主導型にパターンが変わってきているようにみられる(第2表、第1図参照)。

すなわち、7月までの短期金利の上昇は、T B増発の影響も一因ではあったが、5～6月の個人所得税の現金還付および特別社会保障給付金等の財政支出の増加を主因としたマネー・サプライの高水準持続(M<sub>1</sub>の4週間平残の3か月前対比年率、4月+7.0%、5月+8.8%、6月+11.7%、7月+10.7%)をながめ、連邦準備制度が6月央以来従来よりはきつめの市場運営を行った(フェデラル・ファンド・レートの目標範囲<市場筋の推定>、6月央5.25～5.75%、6月末～7月央5.75～6.25%、7月下旬6.0～6.5%)ことによるところが大きかった。これに対し、8月に入ってからは、マネー・サプライの増勢が鈍化しはじめている

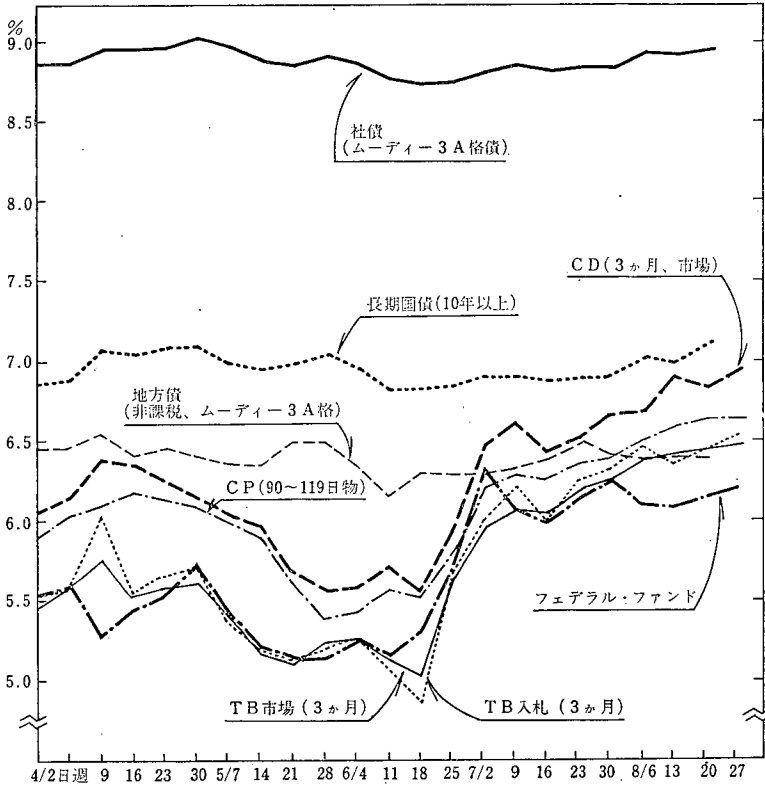
(第2表) 短期市場金利の上昇幅

(単位・%ポイント)

	フェデラル・ フ ァ ン ド	T B (3か月・市場)	コマーシャル・ ペーパー (3～4か月)
6月18日週～ 7月2日週	+1.00	+0.70	+0.62
〃～ 7月30日週	+0.94	+1.01	+0.80
〃～ 8月27日週	+0.92	+1.50	+1.10

〔第1図〕

米国の短期市場金利



(M<sub>1</sub>の4週間平残の3ヵ月前対比年率、8月6日週+10.9%、8月13日週+9.9%、8月20日週+8.5%)こともあって、連邦準備制度が現状維持の市場運営に終始したため、フェデラル・ファンド・レートは大勢横ばいに推移した。一方、TB金利はTBの増発テンポの高まり(1~6月月平均+30億ドル、7月+44億ドル、8月+49億ドル)を映じて上昇を続けており、これがフェデラル・ファンド・レートに代わってCDレート、CPレート等他の短期市場金利を全般的に押し上げるかたちとなっている。とくに、最近の増発の中心となっている6ヵ月物の入札レートは、8月25日には7.085%と74年末(74年12月27日 7.101%)以来の高レートを示現し、最近のボトムである6月16日の5.129%に比較すれば2%近い上昇を示した。

この間、プライム・レートも、短期市場金利の動向にスライドした変動プライム・レート方式

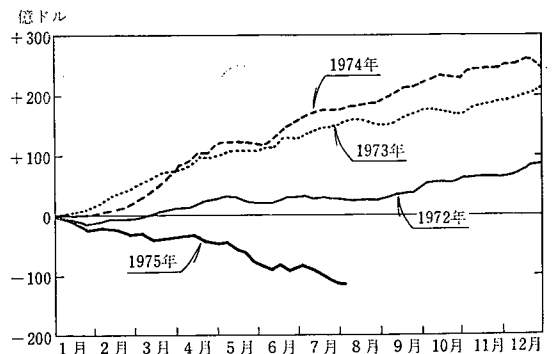
(CPレートの3週間平均+1.25%)を採用しているファースト・ナショナル・シティ銀行(FNCB)の引上げに先導される形で上昇を続けており、7月18日に大勢7.0%から7.25%へと約1年ぶりに上昇に転じて以来、7月25日には大勢7.5%へ、また8月11日にはさらに大勢7.75%へと引き上げられている。

なお、このように短期市場金利が6月半以降上昇を続けてきた結果、同金利は、8月末近くでは貯蓄金融機関預金の利子最高限度をかなり上回る(貯蓄貸付組合の定期預金の利子最高限度5.75% $<$ 3~6ヵ月もの $>$ 、TB市場レート6.52% $<$ 3ヵ月もの、8月27日週 $>$ )に至っている。9月初めのところではこれに伴い

貯蓄金融機関預金が流出しTB等債券購入へ向かう(いわゆるディスインターミディエーション)という事態は顕現化していない模様であるが、もしそれが現実のものとなれば、年初来、短期市場金

〔第2図〕

ビジネス・ローン残高およびCP残高の年初来増減額



(注) 1. ビジネス・ローンは大手約340行の計数。  
2. CPは銀行関連CPを除く。

利の低下につれ貯蓄金融機関預金へ資金が遷流（ディスインターメディアーションの解消）、これが住宅抵当貸付に向けられる資金量の拡大にそのままつながったことも響いて最近回復傾向をたどり始めていた住宅建設活動に、悪影響が及びかねないであろう。

#### 4. 債券市場への影響

##### ——長期市場金利の上昇と起債環境の悪化——

一方、債券市場の動向をみると、長期市場金利がじり高を続けている（第3表）一方、新発債の起債環境の急激な悪化が目だっている。

すなわち、中長期国債利回りでは、8月21日入札の中期債（発行額20億ドル、期間49ヵ月）の利回りは8.54%と発行額および期間がほぼ等しい6月25日入札分の利回り（7.83%）を0.71%ポイント上回ったほか、長期債でも7月31日入札の25年債（発行額8億ドル）の利回りは8.44%と、これより期間が長い5月8日入札の30年債利回り（8.30%、発行額7.5億ドル）に比べても0.14%ポイント方の上昇を示している。

また社債市場でも、前記の国債増発の影響を受けて起債環境は悪化しており、たとえば8月4日発行のコモンウェルズ・エジソン社債（発行額125百万ドル、期間8年）のクーポン・レートは8.85%と、6月19日発行のマニユファクチャラーズ・ハノーバー・コーポ債の発行レート（クーポン・レート8.375%、発行額125百万ドル、期間7年）を0.5%ポイント近く上回っている。

また、こうした起債環境の地合い悪化をながめ起債繰延べの動き（注）も顕現化しはじめ、8月の（第3表）

##### 長期市場金利上昇幅

（単位・%ポイント）

	長期国債 (10年以上)	地方債 (非課税、ムー ディ-3A格)	社債 (ムーディ- 3A格)
*日週 日週			
6月11 ~ 25	+0.04	+0.15	+0.02
〃 ~ 7月30	+0.10	+0.25	+0.12
〃 ~ 8月27	+0.32	+0.25	+0.23

\* 最近のボトム、社債は6月18日週。

起債見込み額（ソロモン・ブラザーズ社調べ）は8/1時点1,922→8/8時点1,762→8/15時点1,542→8/22時点1,387各百万ドルと逐次減少した。この結果8月の起債実績（速報）は結局1,293百万ドルと本年1～6月のペース（月平均約35億ドル、第4表）を大幅に下回るに至っているが、その背景としては前記の負債構造改善（社債の大量発行によって、過大に及んだ短期債務を返済）のための起債需要が一巡したことに加えて、上記のとおり国債増発に伴う起債環境の悪化も響いているといえよう。

（注）起債繰延べの具体例

当初起債 予定日	発行予定会社	金額 百万ドル
8月5日	ニュージャージー・ベル・テレホン	75
〃	サザン・ナチュラール・ガス	60
6日	コンソリデーテッド・エジソン	80
〃	ウィスコンシン・エレクトリック・パワー	60
〃	ユーロピアン・インベストメント・バンク	100
14日	J. P. モルガン	150

（第4表）

##### 社債・地方債の起債額推移

（単位・百万ドル）

	社債	構成比		地方債
		中期債	長期債	
1973年平均	1,108	7.9%	92.1%	3,969
74年〃	2,175	29.6%	70.4%	4,304
74年1～3月平均	1,971	20.7%	79.3%	3,968
4～6月〃	1,956	15.3%	84.7%	5,047
7～9月〃	1,677	24.5%	75.5%	3,618
10～12月〃	2,839	52.4%	47.6%	4,405
75年1～3月〃	3,415	42.8%	57.2%	4,482
4～6月〃	3,513	43.0%	57.0%	5,692
4月	2,866	40.5%	59.5%	5,357
5〃	3,683	41.2%	58.8%	6,142
6〃	3,989	46.4%	53.6%	5,578
7〃	2,632	29.2%	70.8%	4,905
8〃（見込み）	1,293	42.2%	57.8%	3,949
9〃（〃）	1,554	20.6%	79.4%	1,625

資料：Salomon Brothers 週報。

また、普通、国債利回りと社債利回りのスプレッド(社債利回りー国債利回り)は、同一満期もので、約2%ポイント程度あり、歴史的にみて同スプレッドが0.75%ポイント程度になると社債から国債へのシフトが発生するものとみられている(ソロモン・ブラザーズ週報等)が、8月時点でみると、国債増発の盛行から期近物で0.1~0.15%ポイント差、長期物で0.5%程度になっているものも多く、社債から国債へのシフトも生じている模様である。このようなシフトが定着することになれば、バーンズ連邦準備制度理事会議長らがかねてから警告を発しているように、大量国債の発行に伴う民間資金需要との競合が社債発行の面であらわれてきたとみることができよう。

なお、地方債市場においては、ニューヨーク市財政危機に端を発する地方債に対する人気離散もあって、起債環境はさらに著しく悪化しており、8月の起債見込み額は大幅な減少をみている。

## 国 別 動 向

### 米 州 諸 国

#### ◇ 米 国

##### 緩やかな回復続く

米国経済の動向をみると、明るさの出てきた消費関連業界と対照的に、設備投資関連業界は依然不振を続けているなど業種間に跛行性はあるものの、総じてみれば景気は緩やかな回復軌道をたどっている。すなわち、本年第2四半期の実質GNPは7月半ば発表の速報では、前期比年率-0.3%(季節調整済み)とマイナスを示していたが、8月21日に発表された確報では、民間在庫投資の減少幅縮小(年率-188億ドルから-171億ドルへ改訂)、純輸出の増加(年率109億ドルから134億ドルへ改訂)などを主因に同+1.6%と、1973年第4四半期以来6期ぶりにはじめてプラスに転じた。さらに、その後も鉱工業生産、耐久財受注、小売売上高、住宅着工等の主要経済指標が増勢を持続していることから、政府筋では、「在庫調整が予想どおりのかたちで進めば、第3四半期の実質成長率は年率6~8%にもなろう」(ペート商務次官補、8月14日)との見方を表明している。

主要経済指標についてみると、7月の鉱工業生産(速報、季節調整済み前月比)は+0.5%と、6月(同+0.5%)に続いて2か月連続の増加となった(前年同月比-11.7%)。これは、機械設備、耐久原材料(非鉄金属等資本財製品の部品)は引き続き減少したものの、消費財(自動車、家電)、非耐久原材料(繊維、印刷、化学製品原材料)が増加したことによるものである。また先行指標である耐久財受注は、自動車、航空機等を中心に7月も前月比21.1億ドル増(+5.3%)と4か月連続の増加をみた。

一方、雇用面では、7月の失業率は8.4%と前月(8.6%)を0.2%ポイント方下回り、2か月連続