

戦後アメリカの国債管理と国債

池 島 正 興

はじめに

資本証券としての国債は、その発行時はもとより、経済界に滞留し、その後、償還により消滅する時点まで、財政や経済、国民生活に種々の作用を与える。政策当局や議会などは必要に応じて、その作用に一定の方向性を与えようとする。それが国債管理であり、そのための具体的施策や制度設計が国債管理政策である。

国債管理政策は、資本証券としての国債の発行を前提とした上で、国債の発行、消化、保有、流通、買入消却、償還など、国債の、いわばライフステージの各段階に関わる、施策や制度設計の総体である、と最広義には定義できる。そして、国債発行に際しての、発行される国債の種類やその比重、発行時期などの選定に関わる国債管理政策（国債発行政策）や国債市場の制度的枠組みに関わる国債管理政策が少なくともこれまでは重要な位置を占めてきた。

そして、国債の発行や累積の諸作用は、現実には国債管理政策の展開を媒介として生じることになるから、その展開のあり方が異なれば、その諸作用も異なるものとなりうる。ここに国債管理政策の固有の重要性が存在する。

それゆえに、第2次大戦後にあっても、巨額の累積国債を内包する国民経済では、国債管理政策が独自の政策領域として認知されるとともに、そのあり方をめぐって活発な論議がなされてきた。その代表的な例の1つが世界最大の資本主義国たるアメリカである。

そのアメリカに焦点を合わせ、現在に至るまでの、戦後アメリカの国債管理政策の歩みを見るならば、それは、1951年の「財務省・連邦準備アコード」の成立を境として、大きく2つの時期に区分することができる。

第2次大戦時に採用された、戦時国債管理政策としての国債価格支持政策が継続的に展開されてきた、終戦直後から1951年までの時期と、「財務省・連邦準備アコード」の成立により、ようやく、その政策が撤廃され、平時経済に適合的な、国債管理政策が本格的に展開されていく、1951年から現在に至るまでの時期である。

そしてまた、現在のアメリカの国債管理政策の主要骨格部分は、1970年代以降に展開・形成されてきたので、そうした意味合いから、1951年から現在に至るまでの時期を、1970年代を境に、さらに小区分することも可能である。

したがって、1970年代以降に新たに展開されることになった国債管理政策を取り上げ、それらの政策の展開を必要とした、あるいは、可能にした要因を析出し、また、それらの経済効果を検出することは、現代アメリカの国債管理の基本構造や国債管理政策の基本的性格を解明することに繋がるものであり、その点で現代的意義を有する、と言える。

そうした脈絡の中で、ここでは、1970年代以降の、国債発行政策の、いくつかの主要な新たな展開、具体的には、1976年の「長期化政策」の採用と97年の物価連動国債の発行の開始、を取り上げ考察することにする。

そして、それらの国債管理政策の新たな展開と国債の需要構造の変化との関連、すなわち、いかなる経済的性格を有する投資家層の、国債への、どのような需要が、それらの展開を促進あるいは可能にするよう作用したのかを明らかにすることに考察の焦点を合わせる。

また、経済的性格の異なる種々の投資家層はそれぞれ、特定の目的を有して国債に投資する、換言すれば、国債が特定の経済的役割を担うことを期待して投資する、わけであるから、国債の需要構造の変化は、国債に期待される、どのような経済的役割が、時の経過につれて、国債残高総体において相対的に増大、あるいは減少してきたのか、その変化をも意味する。

それゆえに、国債の需要構造の変化が国債管理政策の新たな展開の動因であることを解明することは、国債に期待される経済的役割のそのような比重の変化を析出することにも結合する。

以上に示した考察の課題に関係するのであるが、小論では、1970年代以降の国債管理政策の新展開にとどまらず、実質的には、資本証券としての国債の発行の意義を問うことに連なる、いくつかの国債論議、具体的には、1998～2001

年度の財政黒字期での、国債市場消失の是非をめぐる論議、および、1990年代から現在に至るまで続いている、社会保障信託基金の投資政策の是非をめぐる論議をも取り上げる。

それらの、1970年代以降の、国債管理政策の新展開や国債論議を取り上げつつ、戦後アメリカ社会での、国債の需要構造の変化と関連する、資本証券としての国債の経済的役割の変化、したがってまた、国債の現代での主要な経済的役割、国債発行の現代的意義を析出し、さらには、それらを踏まえて、国債の発行・累積の推移と現況をも勘案しながらも、国債発行制度や国債管理政策の改革の方向性についても若干、考えていきたい。以上が小論の課題である。

I . 1970年代の「長期化政策」と新たな長期国債投資家の成長

さて、戦後の国債管理政策を振り返れば、1950年代および60年代では、財務省は国債管理政策（国債発行政策）の重要課題の1つを、国債価格支持政策による、戦時長期国債の市中からの吸収の下で進行してきた、累積国債の満期構成の短期化を反転させることに、すなわち、その長期化に設定してきた。市中での、大量の、流動性の高い、残存満期の短い国債の存在は頻繁かつ大規模な借り換え発行に財務省を直面させるし、ニャー・マネー問題にも見られるように、有効な金融政策の遂行を困難にさせるからである。

その長期化の試みを概観するならば、財務省は、いわゆる「景気対策型」国債管理政策論に立脚して、1953年のブーム期に長期国債を発行する、ことで初めて実際にそれを試みた。しかし、そうした国債管理政策の展開は余りにも強烈的な金融引き締め効果をもたらし、資本市場でのクラウディング・アウトを引き起こした。

その経験から、財務省は、「景気対策型」国債管理政策論を放棄し、それ以降では、リセッション期に長期化を試みる、いわゆる「景気順応型」国債管理政策を採用したが、何よりも、他の経済主体とりわけ企業の長期資金の調達を大きく制約しないことを国債管理政策の最優先課題とした。

それゆえに、1953年以降の50年代では、累積国債の満期構成が長期化するほどの規模で長期国債が発行されることはなかった。

1960年代前半では、満期前借り換えの方法で長期国債を発行することで、

一時的であれ、その長期化が進展した。しかしそれも、資本市場の需給を財政金融当局が直接的および間接的に緩和するという条件整備の上で可能にされたに過ぎない。長期国債の市中での消化はほとんどなされなかった。

企業の資金需要が強まった1960年代後半では、金利の上昇との関係で長期国債が発行されないことに加えて、財政金融当局が一体となり、その前半を上回る規模で市中から中・長期領域の国債を吸い上げた。その結果、市中の、累積国債の満期構成の短期化は著しく進行したのである。

1950年代および60年代では、累積国債の満期構成を十分に長期化させるほどの大きな規模で長期国債が継続的に発行され、かつ市中で消化される、ということは無かった。その長期化が国債管理政策の重要課題として掲げ続けられつつも、むしろ、全般的傾向としては、累積国債の満期構成の短期化こそが進行したのである。

しかし、1970年代に入り、その転機が訪れる。たとえば、一般投資家が保有する市場性国債の平均残存満期を見れば、それは1947年6月の、10年5ヶ月から、1975年12月の、2年5ヶ月へと、大きく短期化してきたが、76年からはその短期化に歯止めがかかり、その持続的な長期化へと反転していったのである(図-1を参照)。

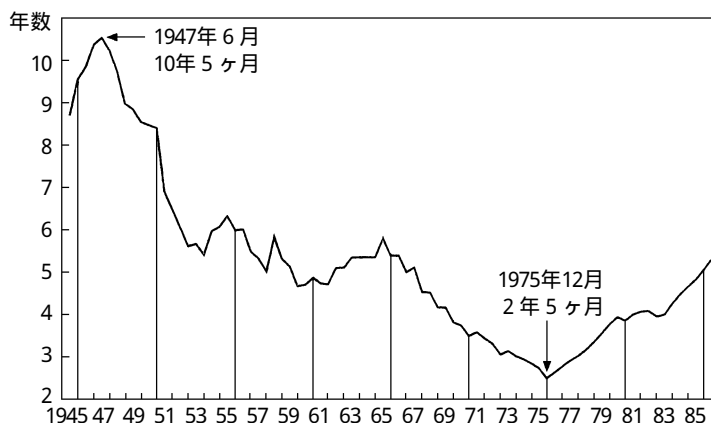
そうした長期化は、財務省が、「連邦債の平均満期の漸次的長期化を開始するという1976年の決定」¹⁾を行い、その長期化のために長期の国債を大規模に発行する、という「長期化政策」を現実に財務省が採用し、国債管理政策を転換したことが直接的契機となっている、と言える。

それではなぜ、以前に見られなかった、その長期化への反転に結実するほどに、大規模な長期の国債が1976年から継続的に発行される、換言すれば「長期化政策」の現実的採用という国債管理政策の転換がなされる、ようになったのであろうか。果たして、それを可能にした要因は何であらうか。

財務省の1976年の「長期化政策」の採用と、1970年代での国債管理政策の、それ以外の新たな展開とは関連するのであろうか。まずは、その点を見ていこう。

1) US. Cong., *Problems Associated with Federal Debt Management*, Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, 97th Cong., 2nd Sess., March 23 and 24, 1982, p. 47.

図 - 1 一般投資家保有の市場性国債の平均残存満期，1945～85年



(出所) Treasury Bulletin, 4th Quarter Fiscal 1986, p. 20.

1970年代の国債管理政策の主要な、新たな展開としては次のことを指摘することができる。

第1に、長期国債の発行への4.25%法定発行上限金利の制約に関わって、連邦議会は、1971年に、たとえその発行金利を上回っても、例外として、100億ドルを上限に長期国債を発行するのを認めた。そしてその当初の例外枠の規模は、76年から何回も引き上げられて80年10月にはその規模は700億ドルにまで拡大された。第2に、連邦議会は76年に中期国債の規定を変更し、中期国債の最長満期を、それまでの7年から10年に拡張した。その結果、長期国債法定発行上限金利の制約それ自体に抵触することもなく、その満期の長さから言えば、以前には長期国債として取り扱われた満期7年超～10年の国債が、中期国債として発行できるようにされた。第3に、76年には国債先物市場が創設された。第4に、とりわけ注目されることとして、財務省の国債管理政策(国債発行政策)が、1960年代初頭にM. フリードマンらが提唱した「景気中立型」国債管理政策論に依拠したものへと大きく転換された。

第4の点について、もう少し詳しく述べると、これまで、ビルに限定していた、競争入札制での定期的な発行という発行方法を、財務省は、クーポン国債にまで、換言すれば、全ての市場性国債にまで拡張する、いわゆる「景気中立型」国債管理政策を採用するようになった。

すなわち、1972年から中期国債の、さらに73年から長期国債の発行にも競争入札制が導入された。また、72年からは特定銘柄の国債が定期的に発行さ

れるようになった。長期国債について言えば、74年から25年物長期国債が、77年から、25年物に代えて30年物長期国債が、78年から15年物長期国債が定期的に発行されるようになった。

以上に見るような、1970年代での国債管理政策の新たな展開は、確かに「長期化政策」の現実的採用を促進するよう作用したであろう。

たとえば、長期国債法定発行上限金利の適用への例外枠の設定と、その規模の拡大、さらに、中期国債の満期の規定の変更は、1970年代後半での金利の上昇のもとでの、長期国債や満期10年という比較的長期の中期国債の発行を可能としたであろう。

また、クーポン国債の発行への競争入札制の導入は、国債ディーラーや国債投資家の要求を直接反映した、新規発行国債の利回りの設定を可能とさせ、利回りに関心の高い投資家を中心とする、長期国債への需要の増大に作用したであろう。そのことはまた、たとえば、満期20~30年という、本格的な長期の国債に対してでも、国債ディーラーに、その引き受け・分売のリスクを十分カバーする高さの、新規国債の発行利回りの設定を可能にさせるので、国債先物市場の創設とも相まって、国債ディーラーの、新規国債の引き受け・分売能力を高めさせるよう作用し、そのことを通して、彼らの長期国債への需要を増大させたであろう。

さらには、国債発行の定期化も、国債投資家に、より確実な見通しに基づくポートフォリオ戦略の構築と、引き受け・投資へのより十分な準備を許すことで、長期国債への投資を促進させるよう作用したであろう。

「景気中立型」国債管理政策の採用を中心とする、以上に見る、1970年代の国債管理政策の転換は、長期国債の魅力高めさせるなど、投資家やディーラーに、長期国債への、より有利な投資環境を提供することで、どの程度かは別として、長期国債への需要を増大させ、他方で、そうした需要の増大にも応えつつ、長期金利上昇局面にあっても、財務省が長期国債を発行できるようにしたのは確かであろう。

しかしまた、「長期化政策」の現実的採用を可能とさせた要因を、そうした、もっぱら長期の国債の発行条件の変化、すなわち、いわば長期の国債の供給サイドにのみ求める考察にとどまることはできない。

財務省が長期の国債を、国債の投資家やディーラーにとって魅力的な条件で、

大規模に発行する意向を有し、しかも、そうした発行を可能にさせる制度的条件が構築されたとしても、それらのことのみが、そのままストレートに、長期の国債の、現実の大規模発行に直結した、とは必ずしも断定できないであろう。

他方で、誰しも否定し得ない明白な事実は、長期の国債が大規模に発行され、しかも、それがもっぱら市中消化されえたのは、その大規模発行に見合う需要が存在したからである、ということである。

いくら財務省が魅力的な長期の国債を大規模に発行する意向を有し、かつ、その発行を可能とする制度的枠組みが整備されたとしても、その供給に見合う十分な需要が存在しなければ、市中での円滑な消化を前提として、長期の国債を大規模に発行することは、できなかつたはずである。

それらを円滑に市中で消化できる、大規模発行に見合った十分な需要の存在に裏付けられてこそ、そうした発行が現実には可能となったことは言うまでもない。

実際に、1970年代後半からの、長期の国債への大きな需要の存在は、国債の需要側であり、財務省の諮問機関である、国債ディーラーや国債投資家から構成される、公共債協会の国債・連邦政府機関債委員会（現在の、財務省借入諮問委員会）の、国債の発行種類やその発行規模をも含めた、国債発行に関する要求が、国債の供給側である、財務省によってほぼ受け入れられて、現実には国債が発行されている、という事実からも看取できる。

もちろん、1970年代と同様に、60年代にあっても、国債・連邦政府機関債委員会を通して、国債投資家などの要求も国債発行の態様にそれなりに反映されていたと考えることができる。

表 - 1 を見れば、その60年代初頭では、満期20年超のような長期の国債は満期6~7年の中期の国債に比べて、その発行額自体がきわめて小規模であり、かつ、その発行額と応募額を見れば、定率公募発行の場合はもちろん、シンジケート・メンバーに対する競争入札発行がなされた場合であっても、投資家の応募意欲はかなり低かったことが確認できる²⁾。

そうした1960年代初頭での、長期国債の需給状況を見るならば、仮に、そ

2) 国債・連邦政府機関債委員会の国債発行に関する勧告と現実の国債の発行との照応関係、および、1960年代の長期国債の発行状況、の詳細については、池島正興「1970年代の国債管理政策と累積国債の満期構成の長期化（下）」『関西大学商学論集』第53巻第5号、2008年12月、18 - 26ページを参照。

表-1 発行長期国債への応募額など

(単位:百万ドル)

発行日	応募形態	最終満期	応募額 (A)	発行額 (B)	A/B (倍)
1960年4月5日	定率公募	25年1ヶ月	370	470	0.79
8月1日	"	7年9ヶ月	5,183	1,042	4.97
62年1月15日	"	7年8½ヶ月	1,619	1,114	1.45
4月9日	"	6年4ヶ月	6,827	1,258	5.43
8月15日	"	30年	315	360	0.88
63年1月17日	シンジケート・メンバーによる 競争入札	30年1ヶ月	250	250	1.0
4月18日	"	31年1ヶ月	300	300	1.0
71年8月15日	定率公募	10年	195	195	1.0
11月15日	"	15年	24	24	1.0
72年2月15日	"	10年	66	66	1.0
2月15日	競争・非競争入札	9年9ヶ月	1,306	509	2.59
8月15日	定率公募	12年	41	41	1.0
73年1月10日	競争・非競争入札	20年1ヶ月	1,749	627	2.79
5月15日	"	25年	1,240	652	1.90
8月15日	"	20年	500	500	1.0
11月15日	"	19年9ヶ月	1,503	302	4.98

(出所) Treasury Bulletin, 各号より作成。

の時期にクーポン国債の発行に競争入札制や発行の定期化が導入され、また、国債先物市場が創設されていたとしても、それが76年以降のような、本格的な長期の国債の大規模発行に対応する大きな需要の創出をもたらしたのかは、いささか疑問である。

それでは、長期の国債が大規模に発行されるようになった1970年代後半には長期国債への需要=投資をめぐり、どのような変化が生じていたのか、その期の主要な長期国債投資家を析出することで、探っていこう。

表-2に見るように、1960年代とは全く異なり、1975年12月末~82年7月末において、連邦政府機関・信託勘定や連邦準備銀行、以外の投資家をいま仮に市中投資家と呼ぶならば、そうした市中投資家が、1976年から大規模に発行された満期10年超の長期国債の、実に82.5%を消化しており、長期国債はもっぱら市中消化がなされた。

その市中での長期国債の安定的消化を担った、主要な長期国債投資家の1つは、年金基金、すなわち、州・地方政府の年金・退職基金と企業年金基金である。それは、たとえば、80年12月末~82年6月末での期間を見れば、残存満

池島正興：戦後アメリカの国債管理と国債

表 - 2 市場性国債保有の増減，1975年12月末～82年7月末

(単位：百万ドル，%)

残存満期	全保有者	連邦政府 機関・信 託勘定	連邦準備 銀行	市中投資 家	商業銀行	相互貯蓄 銀行	保険会社	非金融法 人	貯蓄貸付 組合	州・地方 政府	その他
5年超 ～10年	48,195 (100.0)	2,504 (5.2)	4,367 (9.1)	46,332 (96.1)	910 (1.9)	249 (0.5)	1,287 (2.7)	105 (0.2)	39 (0.1)	2,103 (4.4)	43,958 (91.2)
10年超	67,421 (100.0)	991 (1.5)	12,725 (18.9)	55,636 (82.5)	2,183 (3.2)	12 (0.0)	572 (0.8)	714 (1.1)	21 (0.0)	6,423 (9.5)	45,639 (67.7)

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, December 1976, p.A35; October 1982, p.A33 より作成。

表 - 3 市場性国債保有の増減，1980年12月末～82年6月末

(単位：百万ドル，%)

残存満期	全保有者	連邦政府 勘定・連 邦準備銀 行	商業銀行	相互貯蓄 銀行	保険会社		貯蓄貸付 組合	企業	州・地方政府		その他	企業年金 基金
					生保	損保			一般基金	年金・退 職基金		
5年超 ～10年	11,071 (100.0)	3,524 (31.8)	1,815 (16.4)	235 (2.1)	105 (0.9)	251 (2.3)	75 (0.7)	80 (0.7)	42 (0.4)	534 (4.8)	16,580 (149.8)	4,049 (36.6)
10年超	19,902 (100.0)	1,537 (7.7)	663 (3.2)	47 (0.2)	358 (1.8)	95 (0.5)	70 (0.4)	96 (0.5)	73 (0.4)	952 (4.8)	16,948 (85.2)	3,147 (15.8)
全体	346,185 (100.0)	48,960 (14.1)	4,563 (1.3)	1,212 (0.4)	557 (0.2)	967 (0.3)	1,235 (0.4)	2,632 (0.8)	1,808 (0.5)	12,972 (3.7)	131,755 (38.1)	31,560 (9.1)

(出所) *Treasury Bulletin*, February 1981, p. 61; August 1982, p. 53 より作成。

期の，5年超～10年の国債および10年超の国債の双方の保有を大幅に増大させており，また，その期の，満期10年超の長期国債の新規発行額の20.6%を消化・保有した計算となることが分かる(表-3を参照)。

州・地方政府年金・退職基金(以下，州・地方政府年金基金と記す)および企業年金基金のそうした積極的な長期国債投資を反映して，1982年6月末現在での，それらの両基金おのこのの国債保有構造を見れば，全保有者の場合，残存満期5年超の国債が保有国債全体に占める比重は20.9%に過ぎないのに対し，州・地方政府年金基金および企業年金基金のそれは，おのこの76.8%と55.4%にも上り，また，両基金を合わせれば，それらは残存満期5年超の国債の総体の14.7%を保有している計算となる(表-4を参照)。

もう一つの主要な長期国債投資家は，ミューチュアル・ファンド，より正確に言えば，長期国債を投資対象とする長期ミューチュアル・ファンドである。

ミューチュアル・ファンドは，投資信託サービスを担う会社である。それは投資目的の異なる多くのファンドを組成し運用するが，その中の，株式や公社

表-4 残存満期別市場性国債保有構造, 1982年6月末

(単位:百万ドル,%)

残存満期	全保有者(A)	企業年金基金(B)	州・地方政府 年金・退職基金(C)	(B+C)/A
1年以内	355,613 (46.5)	3,762 (13.7)	821 (7.7)	1.3
1年超~5年	249,018 (32.6)	8,481 (31.0)	1,668 (15.6)	4.1
5年超~10年	67,108 (8.8)	5,936 (21.7)	1,795 (16.7)	11.5
10年超~15年	24,274 (3.2)	2,404 (8.8)	1,609 (15.0)	16.5
15年超~20年	21,972 (2.9)	2,424 (8.9)	2,376 (22.2)	21.8
20年超	46,010 (6.0)	4,377 (16.0)	2,456 (22.9)	14.9
総計	763,995 (100.0)	27,384 (100.0)	10,725 (100.0)	5.0

(出所) Treasury Bulletin, August 1982, p. 55 より作成。

債などの長期運用対象に投資する長期ミューチュアル・ファンドは1970年代後半から成長し始め、80年には、長期国債を主要投資対象とする、US ガバメント・インカム・ファンドが創設されている。

長期ミューチュアル・ファンドの国債保有額は、1975年には11億ドルに過ぎなかったが、90年には、それは871億ドルへと約80倍に増大している。また、長期ミューチュアル・ファンドの保有金融資産に占める国債の比率も、75年の2.6%から90年の14.3%へと大きく増大している(表-5を参照)。

仮に、長期ミューチュアル・ファンドが保有する国債が全て長期国債であると仮定するならば、それが保有する国債が、長期国債総残高に占める比率は、1977年では3.8%に過ぎなかったが、85年には18.4%、90年には22.4%へと増大している(表-6を参照)。

付言するならば、この2つの主要な長期国債投資家、すなわち、年金基金とミューチュアル・ファンドは密接な関係にある。企業年金基金はミューチュアル・ファンド株に投資し、ミューチュアル・ファンドを媒介として、その資金を運用しているからである。

さらに付け加えておこなうならば、ミューチュアル・ファンドとのそうした関係は企業年金プラン以外の私的退職・年金プランも共有する。企業年金の適用を受けない個人や、企業年金に加入する従業員も利用できる私的退職・年金プランである個人退職勘定、さらには、自営業者の私的退職・年金プランであるケオ・プランなども、その積立金でミューチュアル・ファンド株を購入し、ミューチュアル・ファンドを通して金融資産投資を行っているからである。

それら三者の私的退職・年金プランは、1981年では、ミューチュアル・フ

表 - 5 長期ミューチュアル・ファンドの金融資産の保有額，1975～90年

(単位：10億ドル，%)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
金融資産総体 (A)	43.0	46.5	45.5	46.1	51.8	61.8	59.8	76.9
国債 (B)	1.1	1.1	1.8	1.6	1.5	1.9	2.8	58.1
B / A	2.6	2.4	4.0	3.5	2.9	3.1	4.7	6.6
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
金融資産総体 (A)	112.1	135.6	245.9	426.5	480.2	500.5	589.6	608.4
国債 (B)	4.1	6.6	38.8	71.2	84.1	80.3	81.4	87.1
B / A	3.7	4.9	15.8	16.7	17.5	16.0	13.8	14.3

(出所) *Flow of Funds Accounts of the United States, 1975-1984*, p. 69; *1985-1994*, p. 69 より作成。

表 - 6 長期国債残高と長期ミューチュアル・ファンド保有国債

(単位：百万ドル，%)

	1977年	1985年	1990年
長期国債総残高 (A)	47,000	211,000	388,200
長期ミューチュアル・ファンド保有国債 (B)	1,800	38,800	87,100
B / A	3.8	18.4	22.4

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, December 1979, p.A32; December 1988, p.A28; April 1991, p.A29
および *Flow of Funds Accounts of the United States, 1975-1984*, p. 69; *1985-1994*, p. 69 より作成。

ファンドのネットの資産総額の5.7%に相当する資産を保有したが，89年には16.5%へとその保有比率を増大させている³⁾。

総じて，私的退職・年金プランの積立金が，ミューチュアル・ファンドの資金源泉として重要な位置を占めるようになるとともに，その積立金の，ミューチュアル・ファンドを通じた金融資産投資が拡大されてきたのである。

州・地方政府年金基金および企業年金基金と，それらの年金基金や個人退職勘定，ケオ・プランの積立金を重要な資金源泉とするミューチュアル・ファンドが，1976年からの長期の国債の大規模発行に照応する，主要な長期国債投資家として登場してきたのであるが，その背景の1つとして，まず把握しておかなければならないのは，その時期には，そうした私的退職・年金プランの運用資金が，大きな規模にまで増大してきていた，という事実である。

たとえば，企業年金プランは1950年代からの本格的普及の開始，60年代で

3) 以上の数字については，池島正興「累積国債の満期構成の長期化と新たな長期国債投資家(下)」『関西大学商学論集』第54巻第2号，2009年6月，2-3ページを参照。

の急拡大を経て、持続的に成長し、それが民間非農業労働力をカバーする範囲は、50年と80年の間に、その25%から48%へと、ほぼ2倍となり、その結果、企業年金の基金残高も1950年の121億ドルから80年には4,227億ドルへと40倍弱に増大してきた⁴⁾。

それに伴い、州・地方政府年金基金と企業年金基金を合わせれば、それらは1970年代には民間の最大の金融機関たる商業銀行に次ぐ巨大な資産を有する機関投資家としての位置を占めるようになってきていたのである。

本来、長期資金としての性格を有する、私的年金・退職プランの、膨大な積立金が1970年代には形成されるようになっていたのである。

そうした資金が、1970年代前半での株価の急落による株式投資リスクの顕在化と他方での、70年代での、前述の国債管理政策の種々の転換による、投資対象としての長期国債の魅力の増大を含む、長期国債への投資環境の整備、さらには、1974年のエリサ法での、年金基金の運用でのプルードント・マン・ルールや分散投資原則の採用、などの諸条件の変化を契機に、長期国債への需要を強め、1976年から継続的に大規模に発行される長期国債への投資に積極的に振り向けられるようになったのである。

換言すれば、長期国債へのそうした需要の存在があつてこそ、1976年から長期の国債が、円滑に市中消化されつつも大規模に発行されることが、現実には可能となったのである。

私的退職・年金プランの充実・普及に伴う、長期運用資金としての、年金積立金の巨額化を基礎に、その運用者が長期国債への需要を強めたことが、「長期化政策」の現実的展開を可能とさせる、重要な要因として作用したと言える。

II . 1997年の物価連動国債の発行開始と投資家需要

そうした、年金積立金の運用対象としての国債への需要の強まりが、財務省の国債管理政策(国債発行政策)の転換に、より明確に作用した例を、1997年からの、物価連動国債の発行の開始に見ることができる。

消費者物価指数の変動に応じて、国債の元本および利子支払額が変動する、

4) Munnell, Alicia H., *The Economics of Private Pensions*, The Brookings Institutions, 1982, pp. 8-13を参照。

いわゆる物価連動国債は、1940年代から、いく人かのエコノミストにより提唱されてきた。

しかし、その発行が現実味を帯びて、連邦議会等で活発に論議され始めるのは、インフレーションの高進と金利の急騰が現出した1980年代に入ってからである。

1982年3月の下院の『国債管理に関連する諸問題』公聴会では物価連動国債の発行の是非をめぐる論戦が主要論議の1つを構成した。他方、財務省内部でも、物価連動国債の発行のアイデアが研究され、B. スプリンケル (Beryl Sprinkel) 財務次官は1981年と83年の2度にわたり D. T. リーガン (Donald Thomas Reagan) 財務長官にその発行を建議した。しかし、財務長官はそれらを拒否した。

その後、1985年には、物価連動国債の発行を財務省に強制する内容の法案が上院と下院で提出された。それを受けて同年に両院合同経済委員会貿易・生産性・経済成長小委員会の『国債のインフレーション指数化』公聴会が開催された。それにもかかわらず、その法案は立法化に至らず、物価連動国債の発行には結実しなかった。その法案は1987年に再提出されたものの、やはり立法化には至らなかった。

しかし物価連動国債の発行を求める連邦議会の動きは、インフレーションが鈍化し金利が低下した1990年代に入っても弱まらなかった。

1992年6月に下院政府活動委員会商業・消費者・金融事情小委員会は『金融政策への一助としての物価連動国債』公聴会を開催し、新たな視点からの物価連動国債の発行の提案について、学界、財政金融当局などから意見の集約を図った。そして、そこでの意見を踏まえたうえで、同年10月に下院政府活動委員会は「インフレーションとの闘いと財政赤字の削減：物価連動国債の役割」のタイトルを付した委員会報告を採択した。その報告は財務省に物価連動国債発行の即座の実施を勧告するとともに、実施しないならば、その発行を財務省に命ずる法律を連邦議会として制定するよう勧告した⁵⁾。

こうした連邦議会の半ば強制的な要請のもとで、ようやく1997年1月に財務省は物価連動国債を発行した。そしてそれは、現在まで継続的に発行されて

5) 物価連動国債の発行に至る、詳細な経緯については、池島正興「アメリカの物価連動国債の導入」『関西大学商学論集』第51巻第1・2・3合併号、2006年8月、1-11ページを参照。

きている。

かくして、1980年代初頭に連邦議会で物価連動国債の発行の是非が議論されるようになってから、10数年余の長い期間を経過して、ついにその発行が実現したのである。

その間、その提案者が一貫して主張してきた、物価連動国債発行を求める積極的理由の1つは、それが、インフレ懸念の大きい、退職者、高齢者、年金基金などに、インフレ・ヘッジに有効な、魅力的な長期金融資産の提供となるのであり、それゆえにまた、それらの層からの物価連動国債への強く大きな潜在的需要が存在する、ということであった。他方、財務省は、それへの潜在的需要は小さいと主張し、その発行へ否定的態度を取ったのである。

それでは、この点にかかわって、物価連動国債の現実の発行は何を明らかにしたのであろうか。

まず、その発行規模からは、論争の論点の1つであった、それへの潜在的需要の多寡を知ることができる。

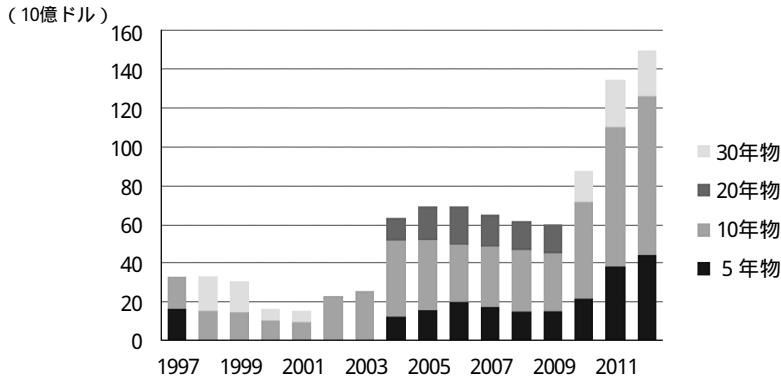
その発行開始当初の、1997年末では、物価連動国債の残高は、総国債残高の0.6%、市場性国債残高の1.0%を構成するに過ぎなかった。しかし、2008年末では、物価連動国債の残高は5,296億ドルと、1997年末と比べて16倍の規模に増大し、総国債残高の4.9%、市場性国債残高の10.1%を占めるようになっていた。また、直近の2013年3月末の数字を見れば、物価連動国債の残高は8,825億ドルであり、総国債残高の5.3%を、市場性国債残高の7.8%を占めている。これらの数字からは、物価連動国債への決して少なからぬ規模の需要が存在したことが確認できる。

また、これまでは、10年物を中心に、それに加えて、30年物、あるいは20年物など、比較的満期の長いものが大部分をなす形で、物価連動国債は発行されてきている(図-2を参照)。そのことは、長期投資家を中心とする、物価連動国債への強い需要を反映すると考えることができる。

さて現実の物価連動国債の発行の態様から、長期投資家を中心に、物価連動国債への、少なからぬ規模での需要が存在することが確認できたのであるが、それでは実際に、どのような投資家が物価連動国債を強く選好し、投資・保有してきたのであろうか。

特定タイプの国債の投資家別保有状況を示すデータは公表されていない。た

図 - 2 物価連動国債の発行，1997～2012年



(出所) Treasury Bulletin, 各号より作成。

だ財務省は、競争入札発行から少しのタイム・ラグを置いて、発行された、特定タイプの国債の投資家別購入状況を公表している。種々の制約条件があるとはいえ、そのデータは特定タイプの国債への投資・保有状況に関する唯一の情報源となっている。

表 - 7 は、2001年7月～2005年12月での、ビル、伝統的なタイプの中・長期国債、物価連動国債に対する投資家への割り当て比率の平均を示している。

それらの3つのグループの国債の、いずれにおいても、「ディーラー・ブローカー」が最も高い割り当て比率を有しているが、それは、その中核をなす、プライマリ・ディーラーが入札時に巨額の国債を購入し、その後、流通市場で分売していくからである。また、その「ディーラー・ブローカー」を含めて、その3つのグループの国債への各投資家の割り当てシェアの大小は、それぞれの国債への、投資家の需要や購入動機の強弱を反映していると考えることができる。

たとえば、「入札でのビルへの、ディーラーの相対的に高い参加は、非常に短期の国債への、他の投資家の関心の欠如をおそらく反映する⁶⁾」と指摘されている。

そして今、他の2つのグループの国債に比べて、物価連動国債への割り当てシェアが最も高くなっている投資家を検出すれば、それは個人、私的年金・退職基金、生命保険会社、インベストメント・ファンドである。それらの投資家

6) Fleming, Michael J., "Who Buys Treasury Securities at Auction?", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 13, No. 1, January 2007, p. 3.

表-7 投資家の割り当てシェア

(単位:%)

	ビルズ	名目中・長期国債	物価連動国債
預金金融機関	0.4	1.2	0.9
個人	0.1	2.3	2.7
ディーラー・ブローカー	78.0	63.6	56.3
私的年金・退職基金, 生保	0	0.1	1.3
インベストメント・ファンド	4.9	11.5	30.2
外国・国際機関	11.1	21.2	8.2
その他	5.5	0.3	0.3

(出所) Fleming, *op.cit.*, p. 4.

層は物価連動国債にこそ、より強い需要を有している、と考えることができる。そしてまた、それらの投資家層の中でも、その割り当てシェアからして物価連動国債への最大の投資家の位置にあるのはインベストメント・ファンドである。

このインベストメント・ファンドは、投資会社、すなわち投資信託サービスを担う会社の総称であり、その1つのタイプがミューチュアル・ファンドである。そして、投資会社が総体として保有するネットの組み入れ資産の圧倒的大部分はミューチュアル・ファンドのそれである。

たとえば、2008年末で投資会社は10兆3490億ドルのネットの資産を保有するが、ミューチュアル・ファンドのネットの保有資産額は、その92.8%に相当する9兆6010億ドルに上る⁷⁾。

長期ミューチュアル・ファンドが1970年代後半から、特に80年代に入ってから、長期国債への投資を増大させてきたこと、また、総体としてのミューチュアル・ファンドが私的退職・年金プランの積立金を、主要な資金源泉としてきたことは既に述べた。

私的退職・年金プランはミューチュアル・ファンドの主要投資家の1つであるが、そのプランとの直接的関連の有無は別として、家計がミューチュアル・ファンド株への最大の投資家とされている。

たとえば、2008年では、家計はミューチュアル・ファンドの総資産の82%を保有する。そして、ミューチュアル・ファンド株を保有する家計の、その

7) Investment Company Institute, 2009 *Investment Company Fact Book 49th Edition*, p. 9 (http://www.ici.org/pdf/2009_factbook.pdf) を参照。

76% は、ミューチュアル・ファンド投資の第1位の金融的目的が退職に備えた貯蓄であることを示している、と指摘されている⁸⁾。

したがって、インベストメント・ファンドもまた、私的年金・退職基金、生命保険会社と同様に、人々の、退職に備えた資金の運用を大きく担っている、と見なすことができる。

だから、前出の表に示された、インベストメント・ファンド、私的年金・退職基金、生命保険会社、個人の物価連動国債への強い選好は、退職後の安定的な所得を獲得するための、退職に備えた貯蓄の格好の運用対象としての、インフレ・ヘッジ機能を備えた長期安定的金融資産たる物価連動国債への、強い需要を反映するものと言える。

物価連動国債発行の提唱者が主張したように、そうした投資家層からの強い需要が、事実として存在したのであり、それゆえにまた、その需要の強まりが、連邦議会を媒介として、物価連動国債の発行という、財務省の国債管理政策の転換を惹起する重要な要因として、作用したのである。

Ⅲ．戦後国債保有構造と国債の経済的役割の変化

いま仮に、私的退職・年金プラン（以下、年金プランと記す）に直接関連するか否かにかかわらず、それゆえにまた、年金拠出金という形態を取るか否かにかかわらず、退職後の所得の獲得を目的とする、資金の積立を退職貯蓄、そしてその運用対象を退職資産と呼ぶことにする。

とすれば、戦後の退職貯蓄の順調な成長を基礎とする、退職貯蓄を投資原資とする、年金基金を初めとする投資家層の、退職資産としての国債への需要は、1976年からの、財務省の「長期化政策」の採用を可能にさせるとともに、1997年からの物価連動国債の発行を現実化させるほどの規模にまで、顕著に増大してきたと言える。

そうした投資家層は、退職資産としての国債に投資し保有するわけであるから、それらの国債保有の相対的増大は、資本証券としての国債が経済的性格の異なる投資家層それぞれの投資・保有目的に照応した経済的役割を果たし、それゆえにまた、国債残高総体はそのような種々の経済的役割を担っている、と

8) *Ibid.*, p. 72; p. 76 を参照。

するならば、その国債残高総体に占める、退職資産としての経済的役割を担う国債の比重の相対的増大、をも意味する。

それでは、アメリカの国内の民間国債投資家レベルにおいて、国債の需要構造の変化と関連しつつ、国債の経済的役割とその比重は現実に、どのように変化してきたのであろうか。以下、確認していこう。

さて、長期間にわたり *Federal Reserve Bulletin* に掲載されてきた、国債の所有者別保有残高のデータは、同誌 2008 年 12 月号を最後に掲載されなくなった。したがって、もっぱら同誌のその国債データに依拠しようとするならば、同上号に掲載された 2008 年第 2 四半期末(6 月末)現在での、それに関するデータが、過去のデータとの一定の継続性を保持しつつ、利用可能な直近のデータということになる。

そこで *Federal Reserve Bulletin* のそのデータを利用しつつ、1955 年 12 月末(以下、1955 年と記す)を始点とし 2008 年 6 月末(以下、2008 年と記す)を終点とする半世紀余の長期スパンでの戦後の、国内民間投資家レベルでの、国債保有構造の変化を見ていくことにする。

表 - 8 を見れば、1955 年では、「個人」が 32.9% という最大の国債保有比率を示している。それに次ぐのが「商業銀行」で、その国債保有比率は 31.5% である。それに「相互貯蓄銀行」の 4.3%、「保険会社」の 7.4% を加えれば、金融機関全体として、43.2% の国債保有比率となる。

さらに、もっぱら非金融法人たる事業会社から構成される「その他法人」の 11.9% を加えれば、全体としての営利企業の国債保有比率は 55.1% となる。

表 - 8 国内民間投資家の国債保有比率

(単位：10億ドル，%)

1955年12月末		2008年6月末	
総体	196.8 (100.0)	総体	2,158.3 (100.0)
商業銀行	62.0 (31.5)	預金金融機関	115.4 (5.3)
相互貯蓄銀行	8.5 (4.3)	ミューチュアル・ファンド	449.8 (20.8)
保険会社	14.6 (7.4)	保険会社	123.4 (5.7)
その他法人	23.5 (11.9)	州・地方政府公庫	522.2 (24.2)
州・地方政府	15.4 (7.8)	個人(貯蓄債券)	194.9 (9.0)
個人	64.7 (32.9)	年金基金	393.3 (18.2)
(貯蓄債券)	50.2 (25.5)	(民間)	226.0 (10.5)
(その他)	14.5 (7.4)	(州・地方政府)	167.3 (7.8)
その他	8.1 (4.1)	その他	359.1 (16.6)

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, Dec. 1962, p. 1666 および *Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*, Dec. 2008, p. 25 (http://www.federalreserve.gov/supplement/2008/12/table_41.htm) より作成。

したがって、この期には、国債の支配的な経済的役割は、営利企業の利潤獲得手段としての役割にあると言える。

2008年のデータを見れば、1955年のデータで単体の投資家として扱われ、2008年のデータでも同様の扱いの金融機関は「保険会社」のみである。また、1955年のデータで単体の投資家として取り扱われた「その他の法人」も2008年のデータでは、「その他」に包含されるようになっている。

1955年では営利企業たる、金融機関と事業会社は合計すれば国内民間投資家保有国債総体の過半を保有したのであるが、2008年では、そうした営利企業の国債保有比率は、明確な数字としては、「預金金融機関」と「保険会社」とのを併せて、11.0%となるに過ぎず、激減している。

それでは逆に、どのような投資家が国債保有比率を上昇させてきたのであろうか。2008年の国内民間投資家の国債保有状況を見ると、州・地方政府財政の一般基金を表す「州・地方政府公庫」が全体の24.2%を保有し、その保有比率はトップの位置を占める。

そして、2008年で、「州・地方政府公庫」に次ぐ20.8%という高い国債保有比率を示しているのは、「ミューチュアル・ファンド」である。

3番目に国債保有比率が高いのは「年金基金」であり、その比率は民間および州・地方政府の両方の「年金基金」を合わせて18.2%となっている。それに続くものとして、「個人（貯蓄債券）」が9.0%の国債保有比率を示している。

以上に見るように、1955年から2008年までの半世紀余の期間に、国内民間投資家レベルにおける国債保有構造は大きく変化している。

1955年に、国債の圧倒的大部分を保有した、「個人」や、「商業銀行」「その他法人」などの営利企業の国債保有比率は2008年では激減している。他方で、非営利企業たる「州・地方政府公庫」や、機関投資家としての「ミューチュアル・ファンド」「年金基金」などが国債保有比率を顕著に増大させているのである。

それらの主要投資家の1つであり、18.2%の国債保有率を示す年金基金の国債保有の目的は、退職者や退職予定者への年金給付＝退職後所得の提供に備えた年金原資すなわち退職貯蓄の運用にある、ことは言うまでもない。

しかし、退職貯蓄を投資原資に退職資産としての国債に投資し保有するのは、投資主体としては単に年金基金に限定されるわけではない。

まず、同上時点で、20.8%の国債保有比率のミューチュアル・ファンドを取り上げよう。

利用可能なデータからは、ミューチュアル・ファンドの総資産の37.7%が、確定拠出年金や個人退職勘定 (IRA) などの、年金プランとリンクした退職貯蓄を投資原資としているのが分かる⁹⁾。したがってまた、ミューチュアル・ファンドの保有国債の37.7%が退職貯蓄を投資原資とするならば、それを投資原資とするミューチュアル・ファンドの保有国債額は、国内民間投資家保有国債総体の7.8%の比率を占めると計算できる。

また、2008年でミューチュアル・ファンドの総資産の82%を家計が保有するが、その家計の76%は、退職貯蓄の運用を第1の目的として、ミューチュアル・ファンド株への投資を行っていることは、前述した。

そうした数字に基づくならば、最大限に見積もって、ミューチュアル・ファンドの総資産の62%は、年金プランにリンクした、および、リンクしていない退職貯蓄を投資原資とする、と推計できる。

したがってまた、その数字がミューチュアル・ファンド保有の国債にも適用されるとするならば、その投資・保有国債の62%が退職貯蓄を投資原資すると推計できる。そこで、年金プランとリンクした、およびリンクしていない退職貯蓄を投資原資とする、ミューチュアル・ファンドの保有国債額は、国内民間投資家保有国債総体の12.9%の比率を占めると計算できる。

また「保険会社」の国債投資も退職貯蓄と大きく関わっている。「保険会社」は財産責任保険会社と生命保険会社から構成されるのであるが、ここで取り上げるのは生命保険会社である。

Flow of Funds Accounts of the United States: Flows and Outstandings Fourth Quarter 2008, p. 87によれば、2008年に生命保険会社は国債を692億ドル保有する。したがって、生命保険会社のみ限定すれば、それは国内民間投資家保有国債総体の3.2%を保有することになる。

生命保険会社では、資本・負債合計の大部分を占めるのは責任準備金であり、2008年では、その74.7%を構成する。また、責任準備金は、生命保険契約、年金契約、健康保険契約、などの事業毎に区分されているが、同年では年金契

9) Investment Company Institute, "The U.S. Retirement Markets, 2009", *Research Fundamentals*, Vol. 12, No. 3, 2010, p. 40 (<http://www.ici.org/pdf/fm-v19n3.pdf>) を参照。

約のそれが責任準備金総体の61.6%を占める¹⁰⁾。

だから、2008年での生命保険会社の国債投資・保有の場合でも、多少の誤差はあるとしても、その投資原資の46.0%は、年金プランにリンクした、および、リンクしていない退職貯蓄から構成されると見なすことができる。

したがってまた、それを投資原資とする、生命保険会社の保有国債額は、国内民間投資家保有国債総体の1.5%の比率を占めると計算できる。

そして、年金契約の責任準備金は個人年金契約と、雇用主提供年金プランを通じたグループ年金契約に区分されているが、2008年では、後者の比率は32%である¹¹⁾。

個人年金契約に占める、個人退職勘定やケオ・プランにリンクした年金契約の比重は不明であるが、年金契約の32%が雇用主提供年金プランであることから、最小限に見積もっても、生命保険会社の保有国債の15%は、年金プランとリンクした退職貯蓄を投資原資としている、とすることができる。

それゆえに、それを投資原資とする、生命保険会社の保有国債額は国内民間投資家保有国債総体の0.5%の比率を占めると計算できる。

さらに、2008年5月現在で、アメリカの全家計の40.5%が個人退職勘定を有するが、その勘定を有する家計の13%が債券（貯蓄債券を除く）、10%が貯蓄債券を、その勘定に組み入れている¹²⁾。したがって、正確な数字を測定できないが、「個人」が保有する国債にあっても、その一部は確実に、退職後所得の獲得を目的とする、年金プランとリンクした退職貯蓄を投資原資とする。

さて、2008年での、国内民間投資家レベルでの投資家別国債保有構造を前提とした上で、年金基金の国債保有に典型的に見られる、退職貯蓄を投資原資とする、それゆえにまた、退職後所得の提供あるいは獲得のために国債を保有する、という特徴を投資主体がどの程度で共有するのか、析出を試みてきた。

そして、その試みからは、2008年の国内民間投資家保有国債総体の、明らかにできた限りの数字のみに依存するとしても、約27%が年金プランとリンクした退職貯蓄を投資原資とする、と推計できる。さらにそこに、ミューチュ

10) American Council of Life Insurers, *Life Insurance Fact Book 2009*, Table 3.1, p. 26; Table 3.6, p. 31 より算出。

11) *Ibid.*, p. 75 を参照。

12) *2009 Investment Company Fact Book 49th Edition*, Figure 7.4, p. 86; Figure 7.5, p. 87 を参照。

アル・ファンドや生命保険会社での、年金プランとリンクしない退職貯蓄の部分をも加えるならば、その保有国債総体の約33%が退職貯蓄を投資原資とする、と推計できる。

また、民間投資家レベル以外でも、退職貯蓄を投資原資とする国内投資家を見いだすことができる。連邦政府機関・信託勘定に包含される、連邦職員を対象とする連邦職員年金プランの積立金を運用する連邦職員退職基金と、同じく、鉄道員を対象とする鉄道退職プランの積立金を運用する鉄道退職基金である。

2008年現在で、前者の基金は7,088億8,400万ドルの、後者の基金は6億2,400万ドルの国債(特別国債)を保有し、その両者の国債保有額の合計は7,095億800万ドルである¹³⁾。それは、企業年金基金と州・地方政府年金基金の、国債保有の合計額の約1.8倍の規模となる。

前述したように、2008年での国内民間投資家保有国債総体の少なくとも、約33%が退職貯蓄を、約27%が年金プランにリンクした退職貯蓄を投資原資とすると計算できたが、それらの国債部分を金額で表示すれば、それぞれ、約7,122億ドル、約5,827億ドルとなる。さらに、それらに連邦職員退職基金と鉄道退職基金の保有国債額を加えるならば、それぞれ、約1兆4,218億ドル、約1兆2,707億ドルとなる。

それらは、同時点での、連邦準備銀行の保有分を除く、国内投資家保有国債総額6兆3,708億ドルの、それぞれ、約22%、約20%に相当する。

したがってまた、連邦準備銀行による消化分を除けば、国内で総国債の約22%が退職貯蓄の、約20%が年金プランにリンクした退職貯蓄の消化に依存した、ことになる。

視野をさらに広げるならば、公的年金プランたる社会保障年金制度の積立金である社会保障信託基金も、課税という強制的な方法により拠出されたとはいえ、基本的には退職貯蓄と考えることができる。その基金の、2008年での保有国債額は2兆3,603億ドルにも上るから、それをも加えるならば、連邦準備銀行の保有分を除いた、国内での総国債残高の、約59%が退職貯蓄を、約57%が年金プランにリンクした退職貯蓄を投資原資とする、と計算できる。

これらのことは2つのことを意味する。その1つは、退職貯蓄が、国内での国債の消化源泉としての比重を高め、国債の安定的消化に大きく貢献してきた

13) U.S.Department of Treasury, *Treasury Bulletin*, September 2009, Table FD-3, p. 23 を参照。

ことである。その2つめは、退職貯蓄が国債の消化源泉として比重を高めてきたことと密接に関連するのであるが、少なくとも、国内に限定する限り、国債残高総体に占める、退職資産としての国債の比重が増大し、今や、それが現代の国債の主要な経済的役割となっていることである。

人口の高齢化の進展は家計にとっての退職貯蓄の重要性を増大させるし、年金プランの充実を社会的に必要にさせる。そして、年金プランとリンクした退職貯蓄を中核とする、退職貯蓄の増大は、その運用対象たる退職資産としての国債への需要を増大させてきたのである。逆に言えば、政府は退職資産としての国債への需要の増大に対応し、退職貯蓄による、国債の消化への依存を強めつつ、国債を発行＝供給してきたのである。

退職資産としての国債への需要が増大してきたのであるが、それでは、そもそも国債は、年金基金などの機関投資家や家計の退職資産ポートフォリオにおいて、他の金融資産では代替されえない、いかなる独自性を有する、と考えることができるのであろうか。

このことに関連して、注目されるのは、1998～2001年度の、財政黒字期の国債論議である。

その時期には、市場性国債残高が減少し続け、そのことにより、国債市場の流動性の低下や国債の、ベンチマークやヘッジ手段としての役割などでの有用性の減退が生じ、それゆえ、他の金融資産による、国債への代位の試みもなされるようになった。また、そのことに関わって、国債が果たす機能や役割を、他の金融資産が代位することの可能性を肯定し、それゆえ、国債市場の消失を容認する主張が登場する一方、逆に、その完全な代替可能性を否定し、それゆえ、国債市場の消失に反対する主張も登場した。

資本証券あるいは金融資産としての、国債の独自の役割の存否、したがってまた、国債の存在意義をめぐる活発な論議がなされたのである。

その国債論議で注目されるべきものの1つとして、IMFのエコノミストによる主張がある。彼らはベンチマークやヘッジ手段などの国債の、いくつかの経済的役割は他の金融資産により代位可能であることを認めつつも、他方で、安全で信頼できる価値蓄蔵物としての、しかも、20年間さらには30年間という長期投資にも適合的な価値蓄蔵物としての国債に代位できる、他の金融資産を見いだすことは極めて困難である、と主張したのである¹⁴⁾。

この主張に従うとするならば、20年間さらには30年間という長期投資に適合的な、安全で確実な金融資産は国債に限定されるのであり、それゆえ、そうした長期投資適合性が国債の、他の金融資産に代位され得ない、固有の特質の1つである、と言える。

したがってまた、国債は退職資産ポートフォリオに必要な不可欠な構成要素としての固有の性質を有する、と考えることができる。

国債はその元利支払いが徴税権に基礎づけられているがゆえに本来的に高い安全性、すなわち、そのデフォルト・リスクが他の金融資産に比べてミニマムである、という性格を有する金融資産である。そして退職貯蓄の運用は、その目的からして、長期とならざるを得ないのであるが、20年間さらには30年間という長期の運用の場合、運用対象としての国債の安全性はますます際立ち、他の金融資産の追随を許さない。だから、長期国債を中心に、国債は退職資産ポートフォリオに必要な重要な構成要素として、それに組み込まれてきたのである。

IV． 社会保障信託基金の国債投資の増大とその投資政策への批判

そして、アメリカの公的年金プランたる社会保障年金制度において、社会保障の税収が給付を上回る余剰金は、社会保障信託基金に積み立てられるが、社会保障法が、その積立金の運用を、国債（基本的には財務省が発行する特別国債）への投資に限定しているのも、そうした国債の高い、安全性や長期投資適合性という特質への理解に基づく。

すなわち、社会保障信託基金の、そのような現行の投資政策は、1935年に社会保障法が制定される際に規定されたのであるが、その規定を採用するにあたって、「この投資政策は……その信託基金の資産の安全性を保証するよう意図されている。連邦政府は自らの債務に決してデフォルトしたことが無く、将来もデフォルトしないと予期されている、という意味合いで国債はリスク・フリーの投資であると、広く見なされている」¹⁴⁾ ことから、国債に投資対象が限

14) Schinasi, Garry J., Charles F. Kramer, and R. Todd Smith, "Financial Implication of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities", *IMF Working Paper*, May 2001, pp. 40-44 を参照。

15) U.S. General Accounting Office, *Social Security Financing*, April 1998, p. 31.

定されることになった，わけである。

しかしまた，1990年代に入り，その投資政策への批判がなされるようになってきた。1983年の社会保障法改正を契機として，社会保障収支が改善され，1990年代には社会保障信託基金の積立金が，したがって，その運用資産としての特別国債の保有高が顕著に増大したのであるが，それに関連して，その基金の現行の投資政策への批判が台頭するようになったのである。

その政策へは2つの視点から批判がなされた。その第1のものは，株式投資に比べた国債投資の低収益性を問題とし，その点から，投資対象を国債に限定する現行の投資政策を批判した。それに対し，第2のものは，社会保障収支の余剰金が特別国債へ投資されることの，国家の財政支出に与えるインパクトを問題化し，特別国債への投資それ自体を批判した。

そうした批判点の異なる，現行の投資政策の転換を求める法案が連邦議会にそれぞれに提出され，その是非をめぐる活発な論戦が戦わされたのである。

そこでの論戦を通して，第1の批判は，その後，鳴りを潜めることになった。

というのは，現行の投資政策への第1の批判へは，有力な反論がなされ，とりわけ，1999年2月の下院通商委員会ファイナンス・有害物質小委員会『大統領の社会保障提案の市場インパクト』公聴会での，A. グリーンスパン (Alan Greenspan) 連邦準備制度理事会議長の，その批判への反論が，決定的な影響力を有することになったからである。

現行の投資政策の変更を求める法案の提出者の主張，すなわち，社会保障信託基金の収支の改善には，その積立金の一部を株式投資に振り向けることを認めるべきとの主張に対して，グリーンスパン議長は要旨次のように証言し反論した。

現役労働者の生活水準を低下させずに，退職者に利用可能な実物資源を増やすには生産高の引き上げと，そのための国民貯蓄率の上昇が必要である。社会保障信託基金の，国債から株式への投資シフトは民間投資家の，株式から国債への投資シフトを誘引するが，そうした投資資産の入れ替えは国民貯蓄にかななる影響も与えず，また，前者の投資リターンの増大は後者の保有する退職資産の投資リターンの減少により相殺され，社会全体としてはゼロ・サム・ゲームとなる。だから退職者が社会保障と，民間レベルでの退職資産投資の双方から利用可能な実物資源の総量には変化がない。いや，政治的圧力からの隔離が

困難な、社会保障信託基金の株式投資は株式市場の最適な資金配分メカニズムを阻害し、経済の効率性を弱め実物資源の生産を減退させる可能性をこそ有する¹⁶⁾。

こうしたグリーンズパン議長の反論もあって、株式と比べた国債の低収益性、という視点からの、社会保障信託基金の現行の投資政策への批判は1990年代以降では見られなくなった。

他方、第2の批判は、1990年代以降にあっては、社会保障信託基金の現行の投資政策への中軸的批判となり、その政策の支持者との間で論争を経つつも、今なお、それなりの強い影響力を有する批判として重要な位置を占めている。

その批判は国債の長期投資適合性さらには安全性をも改めて問い直すという側面をも持つものである。その批判および、それへの反論を概観しておこう。

その批判は次のように要約できる。

1) 社会保障収支の余剰金を特別国債に投資することは、社会保障以外の政府勘定の赤字を隠蔽することで、統合予算レベルでの財政赤字を拡大するのを促進し、また、2) 特別国債の投資に振り向けた余剰金は、財務省により赤字財政支出に費消されるので、したがってまた、将来の、その特別国債の元利支払いのための、予算上の資源を創出するようには利用されないもので、その元利支払いには、増税や歳出の削減などの、新たな追加的資源 = 国民負担が必要とされる。

以上に見るように、社会保障信託基金の現行の投資政策への批判は、関連性があるとは言え、異なる2つの批判から構成されている。

その1つは、社会保障信託勘定の余剰の、特別国債への投資は政府の財政赤字を拡大する、という批判である。もう1つは、その余剰が財政赤字支出に充当され費消されてしまうので、特別国債の元利支払いには新たな国民負担が生じる、という批判である。

そのような批判に対し、現行の投資政策の支持者からは反論がなされてきたのであるが、詳細は省くとして、その支持者も、特別国債の元利支払いには、増税や歳出削減という国民負担が新たに生じることを認める。この点での意見

16) U.S.Cong., *The Market Impact of the President's Social Security Proposal*, Hearing before the Subcommittee on Finance and Hazard Materials of the Committee on Commerce, House of Representatives, 106th Cong., 1st Sess., Thursday, February 25, 1999, pp. 83-84 を参照。

の不一致はない。

ただ彼らは、その余剰金の、特別国債への投資は、それが無い場合に比べて、統合予算レベルでの財政赤字の規模の縮小、すなわち市中への国債発行規模の縮減をもたらし、したがってまた、国民貯蓄を増大させるが、その増大が投資、生産、国民所得の拡大を促進し、国民の財政負担能力を高め、新たな財政負担にも耐えうるよう作用した、と主張した。ようするに、その余剰金の、特別国債への投資は、将来の、その特別国債の元利支払いのための予算上の資源それ自体を生み出す効果を有した、と主張したのである。

この主張に対し、その政策の批判者は、社会保障収支の余剰金の、特別国債への投資が統合予算レベルの財政赤字の規模を縮小させたことが事実としては示されていないのであり、したがって、全体として、その主張が正しいとは結論づけることができない、と批判したのである。さらには、その余剰金の、特別国債への投資が財政赤字を拡大したことを示唆する研究成果が出されてきている、とも批判したのである¹⁷⁾。

このように、社会保障信託基金の現行の投資政策の是非をめぐる論争は、今や、その政策がそもそも政府の財政赤字を拡大したのか否か、が中心的論点となっているのである。

しかし仮に、その政策の支持者が主張するように、社会保障収支の余剰金の、特別国債への投資が統合予算レベルでの財政赤字の規模を縮小させ、その分、国民の所得や担税力を増大させるような効果を誘発したとしても、財政収支に関わる他の政策的な、あるいは、経済的な諸要因が作用して、現実には、その現行の政策の批判者の懸念を強めるような事態こそが進行してきたと思われる。

いま、社会保障信託勘定の財政が潤沢化し始めた 1984 年度を起点に 2010 年

17) 社会保障信託基金の現行の投資政策への、国家財政との関連からの、批判および、それへの反論については、たとえば、U.S.Cong., *Proposal for Alternative Investment of the Social Security Trust Fund Reserve*, Hearing before the Subcommittee on Social Security of the Committee on Ways and Means, House of Representatives, Tuesday, October 4, 1994; Aaron, Henry J., Alan S. Blinder, Alicia Munnell, and Peter Orszag, *Perspectives on the Interim Report of the President's Commission to Strengthen Social Security*, Center on Budget and Policy Priorities and the Century Foundation, July 23, 2001; O'Neil, June, "The Trust Fund, the Surplus, and the Real Social Security Problem", *Social Security Privatization*, No. 26, April 9, 2002; Labonte, Marc, *The Economic Implication of the Long-Term Federal Budget Outlook*, CRS Report for Congress RL32747, January 3, 2011 などの文献を参照。

度までの歴史を振り返るとするならば、社会保障収支は、その期間では、その税収が支出を上回り、一貫して黒字＝余剰を計上してきた。他方、統合予算レベルでは、その27年間の期間で、黒字を計上したのは、前述の、1998～2001年度の4年間に過ぎず、残余の23年間では赤字を計上してきた。

1984～2010年度の中の圧倒的大部分の期間で、もっぱら統合予算は赤字となってきたのである。そしてまた、結果から見れば、社会保障収支の余剰金は、特別国債への投資を媒介として、統合予算赤字を埋める、赤字財源として活用されてきたのである。

そのような財政状況を反映して、国債残高も変化してきた。社会保障信託基金へ発行された特別国債の残高は、1984年末の300億2,000万ドルから2010年末の2兆6,095億3,700万ドルへと、同期間に86.9倍の規模にまで増大した。他方、一般国債の残高も、同期間に、1兆3,767億5,000万ドルから9兆4,195億7,300万ドルへと、6.8倍の規模にまで増大している。そのように、特別国債と一般国債の双方の残高が増大してきた結果、総国債の残高も、同期間に、1兆6,674億2,500万ドルから14兆493億8,100万ドルに、8.4倍の規模にまで増大している。

その2010年末の総国債残高の、対名目GDP比率は95.8%である。さらに、それは2012年末現在では、104.9%にまで上昇している。

これまでの最高水準の高さを記録した、第2次大戦直後の、大量の戦時国債を抱えた時期での、それは1946年度末で121.7%、47年度末で110.3%、48年度末で98.2%、49年度末で91.3%であったから、2010年代のそれは、戦後直後の時期にほぼ近い高さにまで達するようになってきているのである。

それらをも反映して、2011年8月には、格付会社スタンダード・アンド・プアーズがアメリカ国債の格付けを最上級のAAAからAA+へ一段階下げるといふ、かつて無い事態も起こっている。

折しも、2010年には、1983年の社会保障法改正の施行後初めて、社会保障支出が、特別国債への利子支払いによる収入、を除いた収入、すなわち税収を上回る事態が生じたが、そのギャップは今後、拡大すると指摘されている。

そして、その社会保障収支がキャッシュ・フローのレベルでの赤字に陥るときには、特別国債の償還が必要となる。換言すれば、連邦政府にとって、社会保障信託基金への特別国債の発行による資金調達の道が閉ざされる一方で、特

別国債への利子支払いに加えて、その償還費が新たな財政支出の拡大要因として付け加わることになる。

これらの状況を鑑みるならば、社会保障法制定時のようにアメリカ国債のデフォルト・リスクはゼロであると断言する、ことに一抹の不安を感じざるを得ない局面になってきている、と言わざるをえないであろう。

もちろん、現今のところ、特別国債が償還されずデフォルトが発生するということは考えられないであろう。換言すれば、それに投資された、社会保障基金の積立金が回収されないことはないであろう。しかしまた、社会保障信託基金の現行の投資政策の批判者が主張したように、その償還が、増税あるいは、既存の支出プログラムの削減という形で、何らかの、苦痛を伴う新たな国民負担を生み出すであろうことは、十分に考えられることである。

振り返るならば、現在に至るまで、国民の、退職資産としての国債への需要が増大し、そのことがまた国債の安定的消化を促進するよう作用してきた。

その一方で、特別国債であれ一般国債であれ、退職資産の提供をも意味する、財政赤字支出と結合した国債の大量発行が、現下では、以前に比べてわずかであるとは言え、国債のデフォルト・リスクを高めさせ、価値貯蔵性や長期投資適合性での、国債の資質を劣化させる状態となっている。また、巨額の総国債残高の重圧は国民に新たな財政負担の問題に直面させている。

とは言え、国債のデフォルト・リスクがゼロであると断言できなくとも、その元利支払いが徴税権に基づく限り、一般的に言って、民間金融資産に比べれば、国債のデフォルト・リスクは格段に小さく、それゆえにまた、価値貯蔵性や長期投資適合性も高く、退職資産として高い適格性を有する、ことには誰しも異論をはさむことは無いであろう。

そうであるならば、問題は、一般的には、そのように、国債のデフォルト・リスクが民間の金融資産に比べて小さいにせよ、それがゼロでないとするれば、それをできる限りミニマム化し、ゼロに近づけ、さらには、国民への新たな財政負担を惹起することなく、退職資産としての国債への強い需要にも対応しつつ、国債を発行していくには、何をどのように改革すべきか、その改革の方向性を模索することにある、と考えることができる。

V. 国民の需要に応じた国債の供給と国債のデフォルト・リスクのミニマム化 結びに代えて

そして、その改革の方向性を考える上で1つの参考となるのは、シンガポールの国債制度である。

資本証券としての国債が赤字財政支出の資金調達手段として、政府の財政支出と密接不可分に結合されて発行される、というのが、アメリカをも含めて、圧倒的多数の国で見られる国債の発行の歴史であり、また、現状でもある。しかし、シンガポールの場合、国債の発行が政府の財政支出と完全に切り離されている、という特徴を有する。

シンガポールでは憲法で、そもそも借入れによる政府支出が禁止され、健全財政を維持するための制度的枠組みが措定されている。そのことを踏まえた上で、シンガポールの国債制度を概観してみよう。

シンガポール政府は2つのタイプの国債を政府の財政需要や財政支出とは無関係に発行する。

その1つのタイプは、公的年金制度に関係している。周知のように、シンガポールの公的年金制度は、完全積立方式であり、被用者の場合では、事業主と被用者の双方から徴収される保険料＝拠出金が中央積立基金（Central Provident Fund、略称 CPF）に集められ積み立てられる。そして、その基金の余裕資金は、政府とその基金の理事会との取り決めに従い、シンガポール国債に投資される。政府は、その基金に対して、国債の1つのタイプである、非市場性で、その基金の年金加入者の口座に支払われる金利、に連動する金利を設定した特別国債を発行する。

公的年金基金の資金運用のために、そうした特別国債を発行するのは、アメリカの場合と同様である。しかし、特別国債の発行による獲得資金が財政支出に充当されることは全くない、という点では、アメリカとは決定的に異なる。

その特別国債の発行による獲得資金は国債基金（Government Securities Fund）へ移され、その基金は、その獲得資金を、法律で定められた銀行預金、金、各国や国際機関により元利支払いが保証された債券（もちろんシンガポール国債は除く）、株式などの、法律に定められた運用対象に振り向けて運用・投資する。

国債基金は、その獲得資金を、決して、支出に充当して費消することはせず、その貨幣的価値を保全し、さらには増大させつつ、いわば自己還流的に円滑に回収できるように、優良あるいは確実な資産に振り向けて運用・投資するのを義務づけられているのである。

そして国債基金が特別国債の元利支払いを行う。仮に、その基金がその支払いに必要な資金に不足する事態が発生すれば、政府が徴税権を基礎に、その不足する資金を供給するバック・アップ体制も構築されている。

CPF への特別国債の発行やその獲得資金の上述の運用メカニズムの採用について政府は次のように説明している。

「政府による CPF 資金の投資は、CPF 理事会のファンド・マネージャーが投資リスクを負うことから解放する、ことで、CPF 理事会が国民の社会保障機関としての、その主要な役割に集中できるようにしている。CPF 理事会に特別国債を発行することで、そして、その借り入れから得た資金を投資することで、シンガポール政府は、自らの、国民年金の責務を明白に認識し、その責務に見合った十全な資金を供給する、世界で数少ない国の 1 つである。」¹⁸⁾

政府は特別国債発行による獲得資金を、財政支出に充当せず、資産投資に振り向けることで、その資金を、価値増殖を伴った、自己還流的な形で運用し、それでもって特別国債への元利支払いに必要な資金を手当し、やむを得ない場合には徴税権にも依存することを通して、特別国債への元利支払いの確実性、すなわち、退職資産としての特別国債の、安全性と長期投資適合性を保障しているのである。

国債のもう 1 つのタイプは、市中に発行される、一般に単に国債と呼ばれる、市場性国債である。市場性国債も、政府の財政支出の必要から発行される、のではない。「シンガポール国債の発行の主要な目的は、個人や機関投資家にとって、デフォルト・リスクがほとんど、あるいは全く無い流動的な投資手段の提供、...効率的な国債市場の確立...」¹⁹⁾ などにあるとされている。

そうした市場性国債を政府は市中からの需要に見合った規模で、入札の方法

18) Singapore Accountant-General's Department, *Singapore Government Borrowing—An Overview*, July 2011, p. 4.

19) Monetary Authority of Singapore, *A Guide to Singapore Government Securities*, August 2004, p. 3.

で発行するが、その発行による獲得資金の取り扱い、また、その国債の元利支払いのあり方は特別国債と同様である。

このようにシンガポールでは、特別国債はもちろんのこと、市中に発行される国債も、財政支出の資金調達手段としてではなく、あくまでもデフォルト・リスクの全く無い、それゆえに、他の追随を許さない、高い、価値蓄蔵性や安全性、長期投資適合性を有する金融資産の提供を目的として発行されている。

シンガポールでは、特別国債も市中に発行される国債も、財政支出とのリンクは制度的に遮断されているので、それらの発行による獲得資金が財政支出に充当されて費消されてしまう、ということはない。いざという場合には徴税権に依存することを可能にすることで、国債の元利支払いの確実性を担保しつつも、基本的には、国債の発行による獲得資金を、価値増殖を伴った、自己還流的な形で運用することで、国債の元利支払いのために増税や歳出のカットという国民負担が発生するのを最大限回避する、システムの構築が図られている。

これまでシンガポールでは、退職資産としての特別国債の発行を中心に国民ニーズに対応して、少なからぬ規模の国債が発行されてきている。2012年現在の総国債残高は対名目GDP比率で111%とアメリカをも上回る高い比率である。にもかかわらず、シンガポールは国債費負担の重圧とは無縁であり、シンガポール国債は最高位の格付けを得ている。

さて、アメリカに見るように、公的・私的年金制度が、人びとの退職後所得を保障する上で重要な役割を果たし、しかも、そのことが今後も続くとするならば、人口の高齢化の進展は退職貯蓄の形成とその退職資産への有効な投資・運用の必要性をますます高めるであろう。そうであるならば、本来、金融資産としては唯一、長期投資適合性を有しうる国債が、そうした資質を十全に保持する限り、退職資産ポートフォリオに必要不可欠な資産としての重要性は強まることはあっても、決して弱まることはないであろう。

2010年代前半現在のアメリカでは、大量国債累積の重圧が国民生活にのしかかる現状がある。他方で、人口の高齢化の進展を基礎に、1970年代以降では明白に、国民が退職資産としての国債への需要を増大させてきた歴史的事実も存在する。

そうした2つの事実を直視しつつ、国債制度の改革の方向性を探るならば、財政支出との結合を制度的に遮断した上で、したがってまた、赤字財政支出の

資金調達手段としての国債の活用を放棄した上で、あくまでも、退職資産としての国債への、強い需要を中心とする、国民のニーズに応じて、金融資産としての国債を発行する、という国債制度が1つの改革プランとして、検討の俎上にのせられるべきではないだろうか。

また、市中に発行する国債に限定して言うとなれば、財政赤字支出のための国債の発行を与件とした上で、金融資産としての国債の発行・累積と国民生活や経済との適合的關係を模索する、従来の国債管理政策から、財政赤字支出との結合を制度的に遮断した上で、金融資産としての国債を国民のニーズに応じて発行・管理する新たな枠組みの国債管理政策への転換が検討されてもいいのではないだろうか。

(いけじま・まさのり 関西大学商学部教授)