

1970年代の国債管理政策と累積国債の満期構成の長期化（上）

| | |
|----------|--|
| 著者 | 池島 正興 |
| 雑誌名 | 関西大学商學論集 |
| 巻 | 53 |
| 号 | 4 |
| ページ | 1-12 |
| 発行年 | 2008-10-25 |
| その他のタイトル | National Debt Management and the Lengthening of Debt Maturities in the 1970s of the U.S.A. (I) |
| URL | http://hdl.handle.net/10112/3212 |

1970年代の国債管理政策と累積国債の満期構成の長期化 (上)

池 島 正 興

目 次

はじめに

I. 1970年代の国債管理政策と国債市場の変革

II. 1970年代の長期国債発行の態様

III. 国債・連邦機関債委員会の勧告と国債発行 (以下、次号)

IV. 1970年代の国債市場の変革と国債投資家

おわりに

はじめに

1970年代に入り、財務省の国債管理政策(国債発行政策)は大きく転換されるようになった。いわゆる「景気中立型」国債管理政策論を色濃く反映する国債管理政策が展開されるようになったのである。また1976年からは国債の先物取引が開始され、国債先物市場が創設・発展させられることとなった。1970年代には国債発行・流通市場の制度的枠組みが大きく変革されたのである。

こうした変化の中で1976年より長期の国債が市場性国債の発行総額に占める比重を高めつつ、大規模に継続的に発行されるようになった。その結果、終戦直後より長期にわたり漸次的に進行してきた累積国債の満期構成の短期化によりやく歯止めがかり、1976年からは、その長期化へ反転することとなった。

そもそも1970年代以前の時期にあっては、財務省は資本市場でのクラウディング・アウトの回避とりわけ企業の長期資金の調達を阻害しないことを、国債管理政策の最優先事項とした。それゆえ、ブーム期には長期国債の発行を放棄し、リセッション期にあっても、中期と言える程度の満期の国債をしかも抑制的な規模で発行するというのが財務省の国債管理政策の基本であった。

それでは、なぜ1976年以降に大規模に長期の国債が継続的に発行されるようになったのか、また、それを可能にした要因は何であろうか。また、そのことと1970年代の国債市場の制度的枠組みの変革とどのように関連するのであろうか。

1970年代に考察を限定した上で、1960年代と比較することを通して70年代の長期国債の発行

の態様の特徴を把握し、国債発行への国債投資家の要求とその発行の実際との関連の問題にも考察を進めながら、1976年からの累積国債の満期構成の長期化への反転を可能にした諸要因を析出するのが小論の課題である。

I. 1970年代の国債管理政策と国債市場の変革

1970年代での国債管理政策および国債市場の制度的枠組みの変革について概観しておこう。

まずは長期国債発行への4¼%の法定上限発行金利の制約に関わる変更について見ておこう。第一の変更はその制約への例外枠が設けられたことである。

連邦議会はその制約に対し、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ことを1971年に認めた。さらに次にはその例外枠は連邦準備銀行と連邦政府勘定を除く、いわゆる一般投資家の保有分のみ適用されることを連邦議会は1973年には認めた。連邦準備銀行や連邦政府勘定が保有する4¼%を上回る発行金利の国債はその例外枠には含まれないとされ、それらの公的機関は法律上の制限無しに、その国債の保有を増大させることができるようになったのである。したがってまた、それらの公的機関が一般投資家からその例外枠分を購入すれば、さらにその分だけ、財務省が一般投資家に発行できる例外枠分の余裕ができることになるのである。

そしてその100億ドルという当初の例外枠の規模は1976年からは何回にもわたり引き上げられる措置が取られ、たとえば1980年10月にはそれは700億ドルにまで引き上げられたのである。

その第二の変更は中期国債の規定が変えられたことである。1976年に連邦議会は中期国債の最長満期を、これまでの7年から10年に拡張した。この結果、長期国債の法定上限発行金利に抵触することなく、その満期の長さから言えば、それ以前には長期国債として取り扱われた、満期7年超～10年までの国債を中期国債として発行できるようになったのである¹⁾。

こうした長期国債の発行にのみ直接関わる制度変更に加えて、さらにはすべての市場性国債に関わるその発行方法の変更として、財務省の国債管理政策も転換された。

これまでビルに限定されていた、競争入札での定期的な発行という発行方法が中・長期国債の領域、換言すれば全ての市場性国債にまで拡張されるようになった。

1970年には中期国債の発行に競争入札制（これには小口投資家には競争入札での落札平均利回りで割り当てられる非競争入札制もセットで組み合わされる）が導入された。72年にはこれまでの1年ものビルの各月末での発行が4週間毎の52週ものビルの定期的な発行に切り換えら

1) 以上の、長期国債の法定上限発行金利の制約にかかわる制度変更については、U. S. 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.29; p.158 (以下、*Problems Associated with Federal Debt Management, Hearings*と記す) および渋谷博史『レーガン財政の研究』東京大学出版会、1992年、174-175ページを参照。

れた。また各四半期末に満期となる2年もの中期国債の定期的発行が開始された（さらにその国債は74年および75年には各月末に満期となるようなサイクルで発行されるようになった）。

1973年には長期国債の発行に競争入札制が導入された。74年には25年もの長期国債が各四半期中期に、借り換え発行として定期的に発行されるようになった。75年には4年もの中期国債が各四半期末に定期的に競争入札制で発行されるようになった。76年には5年もの中期国債が各四半期中期のクーポン国債の定期的な借り換え発行日に満期となるように各四半期の最初の月に定期的に競争入札制で発行されるようになった。

1977年には30年もの長期国債が25年もの長期国債に取って代わり、四半期中期での借り換え発行での定期的な発行物となった。78年には15年1ヶ月もの長期国債が四半期毎に定期発行される5年もの中期国債への選択物として、四半期中期の借り換え発行日に満期となるように各四半期の最初に定期的に発行されるようになった。かくして、70年代を通して、種々の満期領域の市場性国債は、満期が特定の月に集中しないよう配慮されつつ、競争入札制の形態で定期的に発行されるよう試みられることになった。

ただ特定満期の国債が特定時期に定期的に発行されるという、国債発行の定期化は推進されたものの、そうした定期化は文字通りに完全に固定化されたものでは必ずしもなく弾力性をも伴った、ことを長期国債の発行を対象に後で詳しく見るであろう。

この国債管理政策への転換は財務省がこれまでとは異なり、いわゆる「景気中立型」国債管理政策論を支持するようになったことを意味する。「景気中立型」国債管理政策論は既に1960年代初頭に、「景気対策型」国債管理政策論と「景気順応型」国債管理政策論の双方を批判して登場してきていたものである。その代表的論者はM.フリードマンやT.ゲインズである。

今、M.フリードマンの主張を取り上げるとするならば、彼は景気循環の局面に対応して長期国債あるいは短期国債を発行すべき、と主張する「景気対策型」国債管理政策や「景気順応型」国債管理政策について、それらの「国債管理政策上の諸操作は市場で調整できる定期的なペースや標準化されたやり方で進むかわりに、一時しのぎの便法や驚きに満ちた、急に変化するものであり、そのインパクトや結果において予知できないものであった²⁾」と批判した。それゆえ、国債管理政策に必要なのは、国債操作それ自体が金融市場の不安定性の原因とならないように、および財務省の国債操作と連邦準備の公開市場操作との協調が容易になるように、単純化し簡素化することである、と彼は主張したのである。

具体的には、1) 発行する国債を短期国債と長期国債から成る2種類の国債に限定し固定化すること——これにより公開市場操作によるマネーサプライの変化によっては相殺されないほどの価格水準の変化を生み出すような国債の持続的かつ常軌を逸した変化を回避できる——、2) その2種類の国債を定期的かつ頻繁なインターバルで発行すること——これにより国債操

2) Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, 1959, p.60.

作は市場の定期的でかつ着実に予知できる要因に転化せしめられる——、3) その国債を競争入札でのみ発行すること——これにより国債発行に伴う投機利得の獲得、いわゆるただ乗りを消滅させよう——という提案を行ったのである³⁾。

この「景気中立型」国債管理政策論が1970年代に入り、採用され具体化されるようになったのである。もちろん、その理論が100%具体化されたのではない。M.フリードマンが提唱するような短期と長期の2種類の国債ではなく、多様な満期の国債が発行されるようになったのは既に見た通りである。

1970年代に入り全ての市場性国債が競争入札制で発行され、その発行の定期化も推進されたのであるが、その定期化については財務省は次のように述べている。

「混乱的なファイナンス操作は市場の不確実性を、したがって、国債の購入リスクを高め、国債の発行金利を引き上げる。国債操作に関する市場の不確実性を減少させる最も重要な要素は定期的で、予測可能なサイクルでの国債発行の維持である。」⁴⁾

こうした財務省の説明からも、財務省が多分に「景気中立型」国債管理政策論に依拠しつつ、それに基礎付けられた国債管理政策、それゆえ、「景気中立型」と呼ぶことが可能な国債管理政策を1970年代には展開するようになったことが分かる。

さて次の、1970年代での国債市場の制度的枠組みの変革に関わる事態は国債先物市場の創設である。1976年1月6日にはシカゴ・マーカントイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange) の国際通貨市場 (International Monetary Market, 略称IMM) で90日ものビルの先物取引が開始された。さらに77年8月22日にはシカゴ商品取引所 (Board of Trade of the City of Chicago, 略称CBT) で20年もの長期国債の先物取引が開始された。このような国債先物取引の開始=国債先物市場の創設の当初、「かなり親密な仲間組織である政府証券プライマリー・ディーラー達の間では、この新しい先物契約は、嫌悪と侮蔑の入り交じった感情で迎えられた。ワシントン特別区でも、財務省と連邦準備制度の反応は、懐疑と渋々ながらの容認との交錯であった」⁵⁾とされている。

そうした状況下で、1978年10月には、財務省と連邦準備制度は国債先物市場の研究に初めて本格的に取り組み、金融先物市場を管轄する商品先物取引委員会 (Commodity Future Trading Commission) に対しその研究成果に基づく勧告を行うまで取引所での新規の取引認可を保留するよう要請した。そしてその研究・勧告は1979年5月に公表された⁶⁾。

3) *Ibid.*, p.63を参照。なおゲインズの「景気中立型」国債管理政策論はTilford C. Gains, *Techniques of Treasury Debt Management*, The Free Press of Glencoe, Inc., 1962, pp.240-298に展開されている。

4) H. M.スタルネッカー (Hon. Mark E. Stalneck) 財務次官補の証言 (*Problems Associated with Federal Debt Management, Hearings*, p.5)。

5) Galen Burghardt, Morton Lane, John Papa, *The Treasury Bond Basis*, 1989, 日本相互証券訳『アメリカ国債の現物・先物取引』東洋経済新報社, 1990年, 20ページ。

6) その研究・勧告はU. S. Treasury Department and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Treasury/Federal Reserve Study of Treasury Futures Markets*, May 1979である。

そこでは、財務省と連邦準備制度は国債先物市場が全般的には現物市場に悪影響を及ぼさなかったし、及ぼさないことを強調しつつ、他方で、受け渡し可能な国債の買い占めや締め上げにより現物市場での価格が不安定化される可能性も存在することを認め、それに対処するために財務省が長期的な国債管理政策の目標に反するような国債発行を迫られる懸念をも表明した。そしてそれを含む種々の懸念に基づき、いくつかの勧告を商品先物取引委員会に行ったのである⁷⁾。

このように、財務省と連邦準備制度が国債先物市場を基本的に容認する姿勢を明確にしたことで、1979年6月にはCBTで満期4～6年ものの中期国債の先物取引が同年7月にはIMMで満期4年ものの中期国債の先物取引が開始されるなど、国債先物取引の領域が拡大されつつ取引高も急成長を遂げていくことになるのである。

II. 1970年代の長期国債発行の態様

それでは1970年代での財務省の国債管理政策の転換をも含めた、新たな国債発行の環境のもとで長期国債は具体的にどのように発行されたのであろうか。60年代と比較しつつ、その特徴を把握しながら、長期国債発行の態様を見ていくことにしよう。まずは60年代のそれを簡単にサーベイしておこう。60年代初頭では長期国債は満期5年超の発行国債と規定されていたが、表-1はその長期国債の60年代での発行の概要を示す。

表-1 長期国債の発行, 1960～69年

| | 発行回数（銘柄数） | | | | 発行額（百万ドル） | | |
|---------|-----------|---------|-----------------|---------|-----------|--------|--------|
| | 現金調達発行 | 借り換え発行 | 現金調達・ 借り換え発行 | 合計 | 現金調達発行 | 借り換え発行 | 合計 |
| 1960 | 1 (1) | 4 (6) | 1 (1) | 6 (8) | 1,512 | 5,688 | 7,200 |
| 61 | 0 | 6 (9) | 0 | 6 (9) | 0 | 13,770 | 13,770 |
| 62 | 2 (2) | 5 (9) | 1 (2) | 8 (13) | 4,568 | 11,417 | 15,985 |
| 63 | 3 (3) | 3 (7) | 0 | 6 (10) | 2,456 | 12,955 | 15,411 |
| 64 | 0 | 3 (6) | 0 | 3 (6) | 0 | 13,784 | 13,784 |
| 65 | 0 | 3 (5) | 0 | 3 (5) | 0 | 13,711 | 13,711 |
| 1966～69 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1960～69 | 6 (6) | 24 (42) | 2 (3) | 32 (51) | 8,536 | 71,325 | 79,861 |

(出所) *Treasury Bulletin*, July 1964, pp.36-38; September 1966, pp.40-41より作成。

1960～65年に長期国債が総計32回、のべで51銘柄が発行され、その発行総額は798億6,100万ドルに上る。66～69年には長期国債は全く発行されていない。それは66年8月以降では長期国

7) この財務省と連邦準備制度による国債先物市場の共同研究の内容の詳細は池島正興「1970年代アメリカの国債管理政策と国債市場」『グローバル化の研究』（関西大学経済・政治研究所『研究双書 第114冊』）、1999年、127-130ページを参照。

債利回りが長期国債の法定上限発行金利を超えたことと、財務省が「景気順応型」国債管理政策論を順守したことによる。

1960年代での長期国債の発行方式は、財務省が取得者の現金の払い込みと交換に新発債を提供する現金調達発行とその取得者の保有する既発債と交換に新発債を提供する借り換え発行の2つの方式から基本的には構成されたが、それら2つが併用される場合もあった。表-1に見るように、長期国債の発行総銘柄数の約7割、発行総額の約9割は借り換え方式で発行されている。この期には長期国債の大部分は金融市場に与えるインパクトが比較的弱いと言われる借り換え方式で発行されたのである。

1960～65年での長期国債の発行時期の定期性の有無についても確認しておこう。現金調達方式での長期国債の発行は61年および64～65年には全くなされていない。したがって、現金調達発行でのその定期性は全くない。他方、借り換え方式での長期国債の発行は毎年なされているが、その1年当たりの回数は60年では4回、61年では6回、62年では5回であり、63年、64年、65年では3回である。

1963～65年では借り換え方式での長期国債の発行の回数は全く同一であるが、それが発行された月は、63年では2月、3月、9月、64年では1月、5月、7月、65年では1月、5月、8月である。64年と65年の長期国債の発行スケジュールは比較的類似しているが、たとえば64年1月には最終満期が6年7ヶ月と21年4ヶ月の2銘柄が、65年1月には最終満期が5年1ヶ月、9年1ヶ月、27年7ヶ月の3銘柄がそれぞれセットで発行されていることに示されるように、発行された銘柄の同一性にまでをも対照して比較すれば、64年と65年での長期国債発行の際だった類似点は見いだせない。したがって、全体として、60～65年では長期国債の発行時期の定期性は存在しない⁸⁾。

これらの1960年代での長期国債発行の態様を把握した上で、70年代のそれを概観していこう。表-2に見るように、70年代の長期国債の発行規模は60年代より小さくなっている。ただ、満期5年超の発行国債を長期国債と規定する66年までの取り決めは、その後には変更されて長期

表-2 中・長期国債の発行 (単位:百万ドル)

| | 1960年代 | 1970年代 |
|----------------------|---------|-----------|
| 長期国債 | 79,861 | 56,587 |
| 中期国債 (満期5年超～7年) | 34,282 | 116,425 |
| 中期国債 (満期7年超～10年) | — | 29,093 |
| 小計 (A) | 114,143 | 202,105 |
| 毎週定期発行ビル以外の市場性国債 (B) | 631,754 | 1,080,375 |
| A/B | 18.1% | 18.7% |

(出所) *Treasury Bulletin*, 各号より作成。

8) 以上の1963～65年の長期国債の発行の態様については *Treasury Bulletin*, July 1964, pp.37-38および pp.45-47; September 1966, pp.40-41および pp.47-48を参照。

国債の満期領域が狭くされてきており（67年には満期7年超の、さらに76年には満期10年超の発行国債を長期国債と規定した）、60年代と70年代では長期国債を規定する満期の長さが異なる。満期5年超の発行国債は66年までは全て長期国債の範疇に含まれるから、その点を考慮し、あくまでも66年までの長期国債の規定を共通の尺度として60年代と70年代での発行規模を比較しようとするならば、67年からは長期国債のみならず満期5年超の中期国債を加えた発行規模を算出した上で比較する必要がある。そうした観点から、表-2は、満期5年超の国債の発行総規模の変化を示すものである。

それを見れば、1970年代での満期5年超の国債の発行総規模は1兆803億7,500万ドルであり、60年代のその6,317億5,400万ドルの約1.7倍の規模となる。しかし、それが累積市場性国債の満期構成に与えるインパクトを見ようとするならば、満期5年超の国債の発行が市場性国債の発行総額に占める比率をも把握しなければならない。その比率を概算するために、毎週定期発行ビル以外の市場性国債の発行総額に占める満期5年超の国債の発行額を計算すると、60年代ではそれは18.1%であり、70年代ではややそれを上回る18.7%となる。このように、70年代では60年代に比べ、市場性国債発行の総体に占める満期5年超の比率を高めつつ、それをより大規模に発行したのが分かる。

こうした発行の結果、残存満期5年超の国債が累積市場性国債総体に占める比率は69年末の18.8%から79年末の21.0%へと増大しているのである⁹⁾。

1970年代の長期国債の発行の特徴について、さらに立ち入って探っていこう。表-3を見てみよう。そこからいくつかの特徴を把握できる。まず第一に、70年代での長期国債発行におい

表-3 長期国債の発行, 1970~79年

| | 発行回数（銘柄数） | | | | 発行額（百万ドル） | | |
|---------|-----------|--------|-----------------|---------|-----------|--------|--------|
| | 現金調達発行 | 借り換え発行 | 現金調達・ 借り換え発行 | 合計 | 現金調達発行 | 借り換え発行 | 合計 |
| 1970 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 71 | 0 | 0 | 2 (2) | 2 (2) | 219 | 1,804 | 2,023 |
| 72 | 1 (1) | 0 | 1 (1) | 2 (2) | 546 | 2,312 | 2,858 |
| 73 | 2 (2) | 0 | 2 (2) | 4 (4) | 2,081 | 176 | 2,257 |
| 74 | 0 | 0 | 4 (4) | 4 (4) | 1,612 | 1,353 | 2,965 |
| 75 | 1 (1) | 0 | 4 (4) | 5 (5) | 4,555 | 1,463 | 6,018 |
| 76 | 1 (1) | 0 | 3 (3) | 4 (4) | 3,136 | 924 | 4,060 |
| 77 | 1 (1) | 0 | 4 (4) | 5 (5) | 5,517 | 1,730 | 7,247 |
| 78 | 3 (3) | 0 | 4 (4) | 7 (7) | 10,789 | 2,944 | 13,733 |
| 79 | 5 (5) | 0 | 3 (3) | 8 (8) | 14,030 | 1,396 | 15,426 |
| 1970~79 | 15 (15) | 0 | 26 (26) | 41 (41) | 42,485 | 14,102 | 56,587 |

（出所）Treasury Bulletin, 各号より作成。

9) この比率はFederal Reserve Bulletin, December 1975, p.A34; December 1981, p.A32より算出。

て、60年代のような借り換え方式のみでの発行というのは全くなくなっている。借り換え方式での発行は行われているが、それは単独ではなく、あくまでも現金調達方式での発行も同時に行われる、現金調達方式と借り換え方式の併用という発行方式（以下、現金調達・借り換え方式と記す）でなされている。

第二に、第一の特徴とも関連するが、1970年代では、長期国債の発行総額の約8割を現金調達方式での発行が占めるようになってきている。逆に言えば、借り換え方式での長期国債の発行の比重が60年代とは反対に非常に小さくなっている。このことは70年代に入り、借り換え方式での長期国債の発行・消化が変化したことにも関連している。その変化を示すために表-4では、一例として、1962年と77年の借り換え方式で発行された長期国債の消化構造を取り上げている。

表-4 新規発行長期国債の消化構造

(単位：百万ドル)

| 発行日 | 銘柄 | 発行額 | | 投資家別割当額 | | | | | | | | | |
|---------------|---------------------------|----------------|----------------|---------------------------|----------|-----|----------|----------------|-----|-------------------|----------------|------------------------|---------|
| | | 現金 調達 発行 | 借り 換え 発行 | 連邦政 府勘定・ 連邦準 備銀行 | 商業 銀行 | 個人 | 保険 会社 | 相互 貯蓄 会社 | 企業 | 私的年 金・退 職基金 | 州・ 地方 政府 | デー ラー・ ブロー カー | その 他 |
| 1962年 3月1日 | 4% 長期国債 | 0 | 2,806 | 408 | 1,591 | 118 | 115 | 51 | 46 | 41 | 132 | 144 | 160 |
| 77年 11月15日 | 7 $\frac{1}{8}$ % 長期国債 | 1,225 | 240 | 240 | 525 | 22 | 2 | 1 | 164 | 20 | 14 | 499 | 8 |

(出所) *Treasury Bulletin*, 1964, p45; September 1978, p.43より作成。

それからも分かるように、1960年代では借り換え方式での長期国債発行には連邦政府勘定、連邦準備銀行および一般投資家が応募し、それを取得した。しかし、70年代では（後述するように、より正確には73年以降では）借り換え方式での発行に応募し、取得するのは、連邦政府勘定、連邦準備銀行に限定されてきたのである。したがって、借り換え発行は実質的には乗り換え発行へと変質させられたのである。

第三に、表-3には示されていないけれども、現金調達方式での長期国債発行に、競争入札制の応募形態が全面的に採用されるようになった。1960年代では発行者たる財務省が発行国債の満期は言うまでもなく発行金利や発行価格などの発行条件をあらかじめ措定して発行する定率公募発行がもっぱら採用されていた。60年代では現金調達方式での長期国債発行が競争入札制でなされたことがあるが、それは1963年に発行された2銘柄に限定されていた¹⁰⁾。

1970年代にあっては現金調達方式単独での長期国債発行では72年5月15日の発行銘柄から、また現金調達・借り換え方式での現金調達発行の場合では73年5月15日の発行銘柄から、競争入札制が導入された。したがって、73年以降では、前述したように、借り換え方式での長期国

10) *Treasury Bulletin*, July 1964, pp.36-39を参照。

表－5 長期国債の発行，1974～79年

| 発行日 | 発行方式 | 最終満期 | 発行日 | 発行方式 | 最終満期 |
|------------|-----------|--------|-----------|-----------|---------|
| 1971年 8月5日 | 現金調達・借り換え | 10年 | 77年 2月15日 | 現金調達・借り換え | 30年 |
| 11月15日 | 〃 | 15年 | 5月16日 | 〃 | 29年9ヶ月 |
| 72年 2月15日 | 現金調達・借り換え | 10年 | 7月8日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 5月15日 | 現金調達 | 9年9ヶ月 | 8月15日 | 現金調達・借り換え | 29年6ヶ月 |
| 8月15日 | 現金調達・借り換え | 12年 | 11月15日 | 〃 | 30年 |
| 73年 1月10日 | 現金調達 | 20年1ヶ月 | 78年 1月6日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 5月15日 | 現金調達・借り換え | 25年 | 2月15日 | 現金調達・借り換え | 27年3ヶ月 |
| 8月15日 | 〃 | 20年 | 5月15日 | 〃 | 22年3ヶ月 |
| 11月15日 | 現金調達 | 19年9ヶ月 | 7月11日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 74年 2月28日 | 現金調達・借り換え | 19年6ヶ月 | 8月15日 | 現金調達・借り換え | 30年 |
| 5月15日 | 〃 | 25年 | 10月10日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 8月15日 | 〃 | 24年9ヶ月 | 11月15日 | 現金調達・借り換え | 30年 |
| 11月15日 | 〃 | 24年6ヶ月 | 79年 1月11日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 75年 2月18日 | 現金調達・借り換え | 25年 | 2月15日 | 現金調達・借り換え | 29年9ヶ月 |
| 4月7日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 | 4月18日 | 現金調達 | 14年10ヶ月 |
| 5月15日 | 現金調達・借り換え | 30年 | 5月15日 | 現金調達・借り換え | 30年 |
| 8月15日 | 〃 | 25年 | 7月9日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 11月17日 | 〃 | 24年9ヶ月 | 8月15日 | 現金調達・借り換え | 29年9ヶ月 |
| 76年 2月17日 | 現金調達・借り換え | 29年3ヶ月 | 10月18日 | 現金調達 | 15年1ヶ月 |
| 5月17日 | 〃 | 23年9ヶ月 | 11月15日 | 〃 | 30年 |
| 8月16日 | 〃 | 25年 | | | |
| 11月15日 | 現金調達 | 23年3ヶ月 | | | |

（出所） *Treasury Bulletin*, September 1974, p.38; September 1976, pp.38-39; September 1979, pp.36-37; June 1981; pp.44-45より作成。

債発行への応募者が限定されたことから、現金調達方式での長期国債の発行額が大きくなるとともに、そうした現金調達方式での長期国債発行に一般投資家は競争入札制で応募することとなったのである¹¹⁾。

第四に、長期国債の発行の定期化が一定程度進められてきた。表－5は発行額を除いた、1970年代での長期国債発行の態様を示している。そこに見るように、74年以降では2月、5月、8月には必ず現金調達・借り換え（乗り換え）方式で長期国債が発行され、しかも77年以降では発行日も各月の15日に統一されているのが分かる。また73年以降では11月15日での長期国債発行が定期化されてきている。ただその発行は年により、現金調達・借り換え方式で、あるいは現金調達方式単独と異なり、発行方式までは固定化されていない。

現金調達方式単独での長期国債発行を見れば、その1年当たりの発行回数も1970年代の年ごとに大いにバラツキがあるのが分かる。72年1回、73年2回、74年0回、75～77年は各1回、

11) 以上の点については、*Treasury Bulletin*, September 1979, pp.36-37; January 1981, pp.39-40を参照。

78年3回、79年5回というふうなのである。他面で、77年以降では11月での現金調達方式単独での発行では満期30年ものが発行され、またそれ以外の月での発行長期国債の銘柄は75年以降では満期15年のものである、という定期化傾向を見いだすことも可能である。

このように1970年代に入り、長期国債が特定の月日に特定の発行方式で特定の満期を有して発行されるという意味合いでの定期化が推進されてきたのは事実である。しかし、その定期化は決して完全に固定化されたものではなく、発行される長期国債の満期もある年を境に大きく変更されているし、また発行回数もとくに現金調達方式単独での発行で年により大きく異なる、という柔軟性をも併せ持ったものであることが確認できるのである。

さて、それでは以上に見たような特徴を有する1970年代の長期国債発行が各年での市場性国債の発行総体との関わりで、すなわち累積市場性国債の満期構成の長期化という国債管理政策との関連で、どのように遂行されたのかを見ていくことにしよう。

1970年代は60年代の金利の上昇傾向を継承し、一段と高い水準で金利が継続的に上昇し続けた時期である。したがって、表-3に見るように70年には法定上限発行金利の制約で長期国債は発行されず、71年からその例外枠規定に基づき長期国債が発行されるようになった。

表-6 市場性国債の累積額と対前年比増減額, 1970~79年

(単位: 10億ドル, %)

| 年末 | 総計 | ビル | 中期国債 | 長期国債 |
|------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| 1970 | 247.7 (100.0) | 87.9 (35.5) | 101.2 (40.9) | 58.6 (23.6) |
| | 11.8 | 7.3 | 15.8 | △11.3 |
| 71 | 262.0 (100.0) | 97.5 (37.2) | 114.0 (43.5) | 50.6 (19.3) |
| | 14.3 | 9.6 | 12.8 | △8.0 |
| 72 | 269.5 (100.0) | 103.9 (38.6) | 121.5 (45.1) | 44.1 (16.4) |
| | 7.5 | 6.4 | 7.5 | △6.5 |
| 73 | 270.2 (100.0) | 107.8 (39.9) | 124.6 (46.1) | 37.8 (14.0) |
| | 0.7 | 3.9 | 3.1 | △6.3 |
| 74 | 282.9 (100.0) | 119.7 (42.3) | 129.8 (45.9) | 33.4 (11.8) |
| | 12.7 | 11.9 | 5.2 | △4.4 |
| 75 | 363.2 (100.0) | 157.5 (43.4) | 167.1 (46.0) | 38.6 (10.6) |
| | 80.3 | 37.8 | 37.3 | 5.2 |
| 76 | 421.3 (100.0) | 164.0 (38.9) | 216.7 (51.4) | 40.6 (9.6) |
| | 58.1 | 6.5 | 49.6 | 2.0 |
| 77 | 459.9 (100.0) | 161.1 (35.0) | 251.8 (54.8) | 47.0 (10.2) |
| | 38.6 | △2.9 | 35.1 | 6.4 |
| 78 | 487.5 (100.0) | 161.7 (33.2) | 265.8 (54.5) | 60.0 (12.3) |
| | 27.6 | 0.6 | 14.0 | 13.0 |
| 79 | 530.7 (100.0) | 172.6 (32.5) | 283.4 (53.4) | 74.7 (14.1) |
| | 43.2 | 10.9 | 17.6 | 14.7 |

(注) 各年末の上段は市場性国債の累積額の現在値、下段は対前年比増減額を示す。

(出所) *Federal Reserve Bulletin*, 各号より作成。

表-3に示されるように、1970年代において借り換え方式よりも現金調達方式での長期国債発行がその発行総規模により大きな比重を占めるようになり、かつ、その発行総額の規模自体

が顕著に増大していくのは75年以降である。とりわけ77～79年の3年間の現金調達方式での長期国債の発行規模は大きく、それは70年代全体でのその方式での総発行規模の約71%に相当する。77年以降に財務省が長期国債を積極的に発行したのは表-6からも分かる。

累積市場性国債総体に占める長期国債の構成比率が減少から増大に転じるのは、ようやく1977年末からである。換言すれば、それ以前の時期にあっては、長期国債が発行されても、それは償還による長期国債の累積額の減少をカバーするに足りるほどの発行規模ではなかったし、仮に、それをカバーして長期国債の累積額を増大させても、累積市場性国債総体に占める長期国債の比重を依然として減少させるほどの発行規模でしかなかった。しかし77年からは財務省は全発行銘柄の満期が14年10ヶ月～30年の領域にある、それこそ本格的に長期の国債を、しかも大規模に発行したのである。

ただ注意すべきは、前述したように、1976年には、それ以前には長期国債と規定された満期7年超～10年の発行国債を中期国債として発行できるようになった。財務省はそうした変更のもとで76年以降にもっぱら満期10年の中期国債を発行した（表-7を参照）。満期10年の中期国債は1976年には147億3,400万ドル発行されている。これは同年の長期国債の発行額40億6,000万ドルの4倍弱に相当する規模である。またこの76年の満期10年の中期国債と長期国債の発行額の合計は187億9,400万ドルであり、これは75年の長期国債の発行額の約3倍に相当する規模である。したがって、こうした76年以降の満期10年の中期国債の発行をも勘案するならば、70年代の実質的な長期の国債の大規模な発行は76年より開始されたと言える。その結果、後出の図-1に見るように、1975年12月を谷に累積市場性国債の満期構成は長期化に転じたのである。

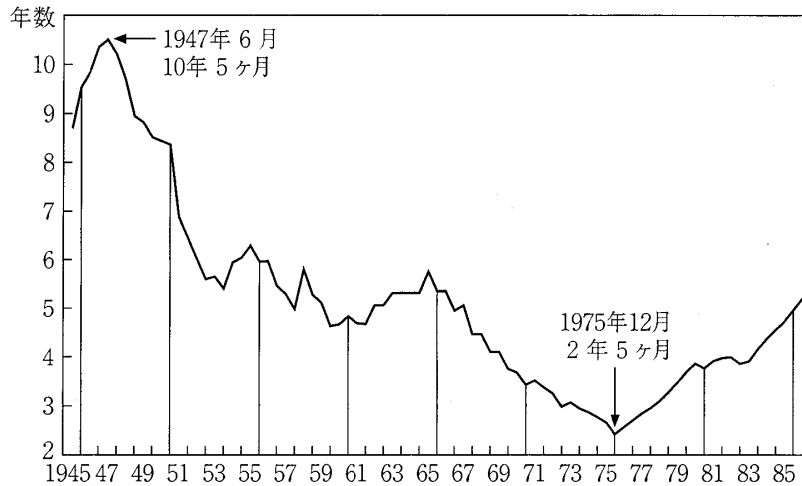
表-7 中期国債（満期10年）の発行，1976～79年

| | 発行回数（銘柄数） | | | 発行額（百万ドル） | | |
|---------|-----------|-----------------|-------|-----------|--------|--------|
| | 現金調達方式 | 現金調達・ 借り換え方式 | 合計 | 現金調達方式 | 借り換え方式 | 合計 |
| 1976 | 0 | 2 (2) | 2 (2) | 12,786 | 1,948 | 14,734 |
| 77 | 0 | 1 (1) | 1 (1) | 2,014 | 373 | 2,387 |
| 78 | 0 | 2 (2) | 2 (2) | 5,493 | 1,850 | 7,343 |
| 79 | 1 (1) | 1 (1) | 2 (2) | 4,279 | 350 | 4,629 |
| 1976～79 | 1 (1) | 6 (6) | 7 (7) | 24,572 | 4,521 | 29,093 |

（出所）Treasury Bulletin, September 1979, pp.36-38；January 1981, p.40より作成。

そして1960年代と対比して注目すべきは70年代後半の、戦後最高の金利の高騰を記録した時期（たとえば残存満期10年の国債の利回りは70年には7.35%であったが、その後若干の変動を伴いつつも上昇傾向を辿り、76年には7.60%、77年には7.42%、78年には8.41%、79年には9.44%となった）に法定上限発行金利による長期国債発行制限が一部緩和されるもとの、財務省はもっぱら現金調達方式で、したがって競争入札制の応募形態で積極的に長期国債を発行したことである。同様に、この時期には満期10年の中期国債ももっぱら現金調達方式で発行されたの

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.

である（満期10年の中期国債は76年の借り換え方式での最初の発行銘柄から応募は連邦政府勸定と連邦準備銀行に限定され、さらに現金調達方式の発行では77年から競争入札制が採用された）。より資本市場への影響が強いと言われる現金調達方式で、財務省は金利高騰期に長期国債や満期10年の中期国債を積極的に発行したのであるが、こうしたことは60年代には見られなかったことである。

もう一つ留意しておくべきことは、前述したように、1970年代に入り、長期国債発行の定期化が一定程度進展させられてきたが、その定期化は長期国債の大規模発行には必ずしもストレートには直結していなかったことである。満期10年超の長期国債が大規模に発行されるのは77年からであるし、しかも76年以降では現金調達方式単独での1年当たりの発行回数が増大を伴いながら、その発行規模が拡大されたからである。その定期化が仮に長期国債の発行を促進する側面を有するにしても、他の要因と結合して、現実の大規模な長期国債の発行に結実したと考えることができる。