

米国債への投資動向

磯 谷 玲

要 旨

米国連邦政府の財政赤字はクリントン政権の下で単年度ベースの黒字に転換したものの、その後再び赤字に転じている。また連邦政府負債も増加の一途をたどっている。膨大な貿易赤字も存在し、再び「双子の赤字」現象が台頭してきている。このような状況の中で、誰が財政赤字をファイナンスしているのかという問題は重要性を増している。

本稿では、(1)国債も含む対米投資およびアメリカによる対外投資の現状を概観し、(2)さらに国債の保有・投資動向を検証する。注目すべき事例は、連邦政府勘定の増加、海外部門の拡大とそれと表裏をなす国内諸部門による保有比率の低下である。これらは1980年代とは大きく異なったものであり、「不安定化」の要因は拡大しているものと考えられる。

目 次

はじめに

1. 概観

I. アメリカを軸とした証券投資

2. 政府部門

1. 外国による対米投資

3. 「私的」保有

2. アメリカの対外証券保有

結びにかえて

II. 米国債の保有動向

参考文献

はじめに

米国債 (Treasury Securities) 市場は、国債という性格からくる安定性とその市場規模—発行市場という点でも、流通市場という点でも—の巨大さ故に、アメリカ金融市場の中軸に位置している。

周知のように、米財政赤字は80年代以降拡大傾向を基調とし、それに伴って国債発行規模もまた拡大傾向にあった。しかし、この拡大傾向は、旧来の流通市場におけるシステムとは齟齬をきたすものであった。1986年政府証券法や1993年修正などは、直接的には業者のスクランダルを契機とするものであったが、その基礎には市場拡大とその旧来のシステムへの圧力が存

在していたのである。

他方、クリントン政権の下で単年度ベースでは黒字へと転換した。健全財政を是とする考え方からすればこの黒字転換は喜ばしいことであつたに違いないが、金融市場の側面からみれば、流動性の低下など様々な潜在的問題を抱えるものであつた。

米当局は、これに対しても金融市場の中軸としての地位を保持すべく制度改革を行った。国債の発行規模や保有のあり方は、制度のあり方とも密接に関連しているのである。

さらに国際的には、国債への投資、資金流入は巨額の貿易赤字をファイナンスする項目として大きな役割を担っている。また国際的な資金循環という点からみれば、アメリカを軸とした国際投資を円滑に進める上でも重要なポジションを占めていた。

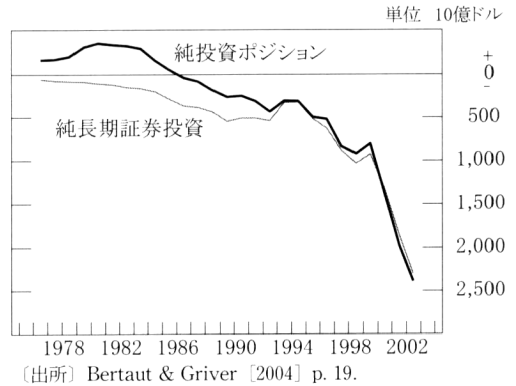
本稿では、こうした点を念頭に置きながら、近年の米国債への投資・保有動向についてみていくこととしたい。

I. アメリカを軸とした証券投資

アメリカを軸とした、すなわち諸外国によるアメリカへの投資とアメリカによる諸外国への投資状況の変化を示したものが、図表1である¹⁾。

長期証券投資（ネット）は1970年代から一貫してマイナスであつたが、投資ポジション全体（ネット）は1980年代半ばに、マイナスに転じた。その後、緩やかに赤字幅を拡大してきたが、2000年を境として、急速に赤字幅が拡大している。以下で外国による対米投資、アメリカによる対外投資のそれぞれについてより詳しくみてみよう。

図表1



1. 外国による対米投資

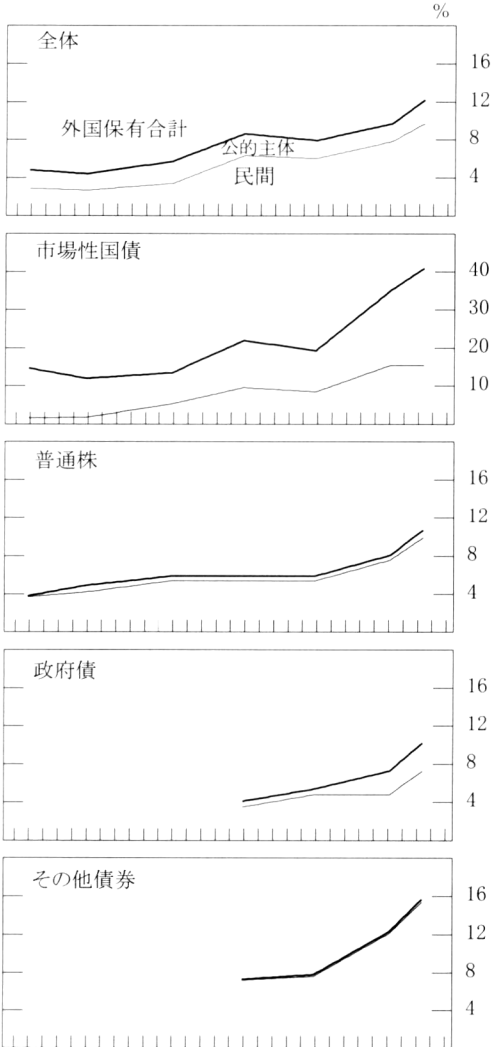
2002年6月30日付けの調査報告²⁾によれば、外国投資は、総額4兆3,000億ドルで、内株式は1兆4,000億ドル、長期債券は2兆5,000億ドル、短期債券は4,000億ドルである。地域的には、日本とイギリスが主要な地位を占めているが、投資パターンは大きく異なっており、イギリスの場合には、株式投資がわずかではあるが、大きいのに対して、日本の場合は圧倒的に債券投資が大きいのである³⁾。

次に、証券種類における保有比率によって投資動向をみることにする（図表2）。

全体では、外国保有は一貫して拡大傾向にあり、約12%を占めている。普通株式への投資は、上昇傾向を示していたが、1994年前後から急速に拡大し、10%に達している。社債および地方自治債についても同様で、94年前後の時期から急速に比率を高め、16%に達した。

しかし、市場性国債への投資はこれらとは異なった特徴を有している。民間投資は、他の分野と共通して、一貫した上昇と94年以後のそれよりはやや急速な拡大という傾向を示している。しかし公的投資はそれとは異なり、非常に急速に保有比率を拡大し、約10年間で倍加して

図表2



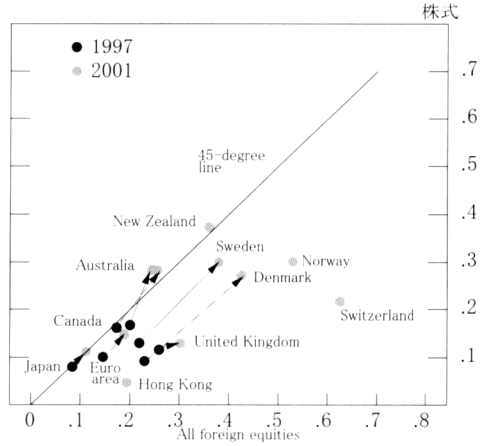
1974 1978 1982 1986 1990 1994 1998 2002
 (注)「その他債券」は主として社債・地方債である。
 (出所) 図表1に同じ。p. 21.

いる。またこれらの傾向を反映して、保有比率も他の証券種類と比較して高く、40%に達している。

さらに、各国毎の対米投資のウェイトをみたものが図表3・4である。

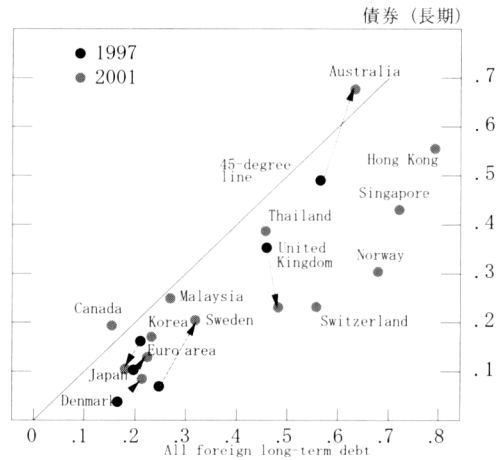
この図は、以下のプロセスで作成されている。まず、主要各国の市場規模を合計し、そのなかでのアメリカの市場規模比率を算出す

図表3



(出所) 図表1に同じ。p. 22.

図表4

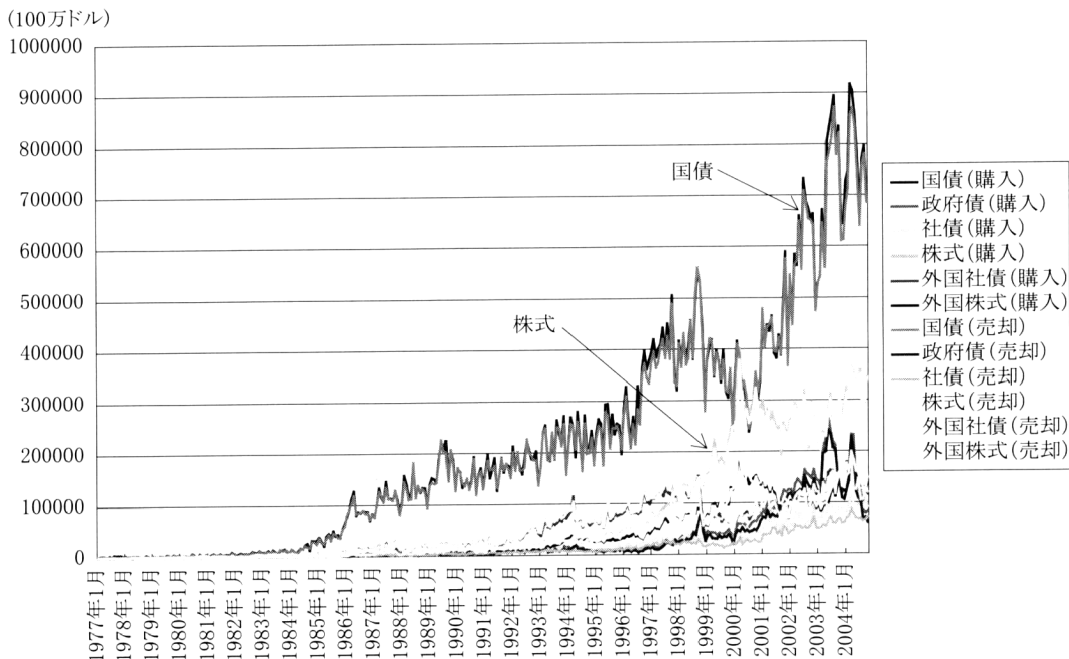


(出所) 図表1に同じ。p. 23.

る⁴⁾。次に、米国証券の保有額を各国の外国証券保有額で除したものをアメリカの市場規模比率で除する。たとえば、株式市場におけるアメリカの市場規模比率は50%であるので、株式投資の半分をアメリカ株式投資に割り当てている国のウェイトは1となる。45度線より下方に位置している場合は、米国証券への投資ウェイトが低く、上方に位置している場合は、米国証券への投資ウェイトが高いということになる。

図表3は、株式投資についてみたものであ

図表5



〔出所〕 http://www.treas.gov/tic/s1_99996.txt.

る。日本、カナダ、オーストラリア、ニュー・ジーランド、ユーロエリアについては、外国株式投資における米国株式投資の比率は、米国の市場規模が占める比率とほぼ等しいと考えることができる。スイス、ノルウェイ、デンマークなどは過小投資である。

図表4は長期債券についてみたものである。日本やカナダ、オーストラリアについては、若干のズレはあるものの、外国長期債券投資における米国債券の比率は、市場規模に比したのものとなっているといえる。香港、シンガポール、ノルウェイなどは過小投資である。また、イギリスは、米国債券に対する投資ウェイトを減少させている。

以上が保有状況からみた特徴であるが、次にグロスの取引状況についてみることにしたい(図表5)。

購入・売却とも1980年代半ばから増加し始め

る。最も顕著な伸びを示しているのは国債の売買である。国債の売買は、1990年代半ばまで持続的に取引を拡大し、それ以降は単年度ベースの財政赤字化の影響もあって一時低下傾向をみせるが、2000年以降以前にも増して急速に取引規模を拡大させている。次いで抜き出ているのは、1990年代以降の株式の売買である。

2. アメリカの対外証券保有

アメリカの対外証券保有は2001年末で総計2兆3,000億ドル、内株式投資は1兆6,130億ドル、債券投資(長期)は5,020億ドル、債券投資(短期)は1,470億ドルであった。

投資先として最大の国はイギリスであり、全体の22%以上を占めている。イギリスに次ぐのは、日本およびカナダであるが、それぞれイギリスの半分に満たない額である。

アメリカによる外国株式保有は1994年以来増

加しており、外国株式の時価総額に占める比率は、1994年の6%以下から2001年には11.5%へと上昇した。急速に増加したのは、イギリス、日本、その他アジアである。

イギリスにおいては、1994年の8.2%から2001年の15.8%へとアメリカ保有比率が拡大した。日本においても2.6%から7.6%へ、その他アジアにおいても3.4%から6.3%へと拡大している。

さらに株式保有と比較して債券投資が相対的に小さいこともアメリカの対外証券保有の特徴である。この理由としては、アメリカ投資家のドル選好があげられる。1997年には長期債投資の58%がドル建てであったが、この比率は2001年には67%に上昇した。短期債ではこの傾向はより顕著で、84%がドル建てである。

地域的な分布についてはこうである。

金額ベースでは、ユーロ地域への投資が最も大きく、1,370億ドル [2001]、次いでカナダが大きく1,050億ドルとなっている。

当該市場における占有度という点ではカナダが最も大きく、2001年度の数字では16.4%、次いでイギリスが5.5%となっている。

こうした地域的分布は、上述のドル選好と関係しており、カナダ長期債券の3分の2がドル建てである。

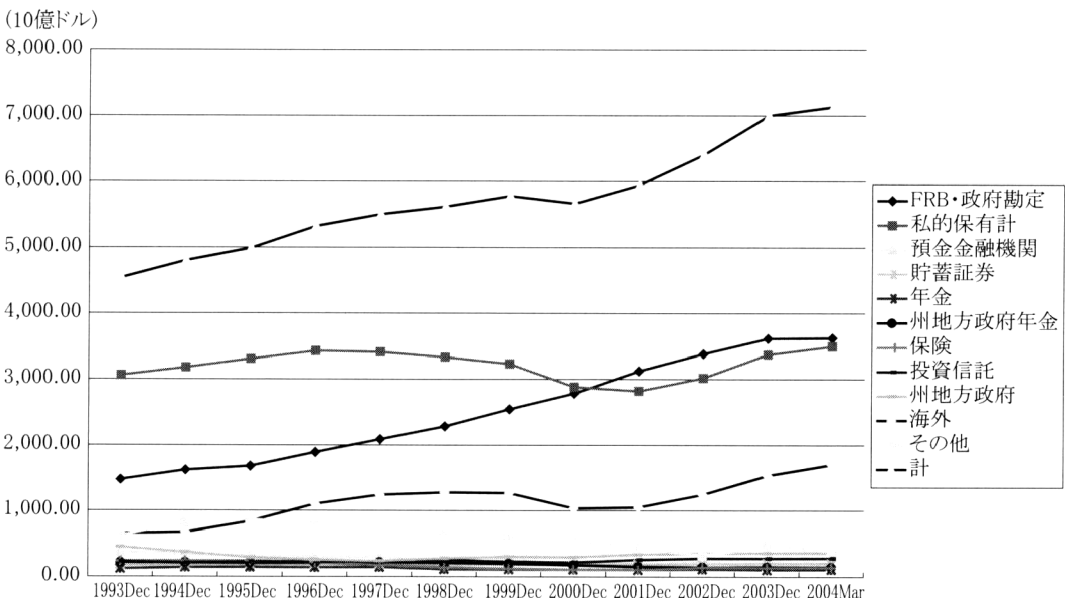
II. 米国債の保有動向

1. 概観

図表6(金額)・7(比率)は1993年以降における米国債の保有動向をしめしたものである。これが示していることはこうである。すなわち、

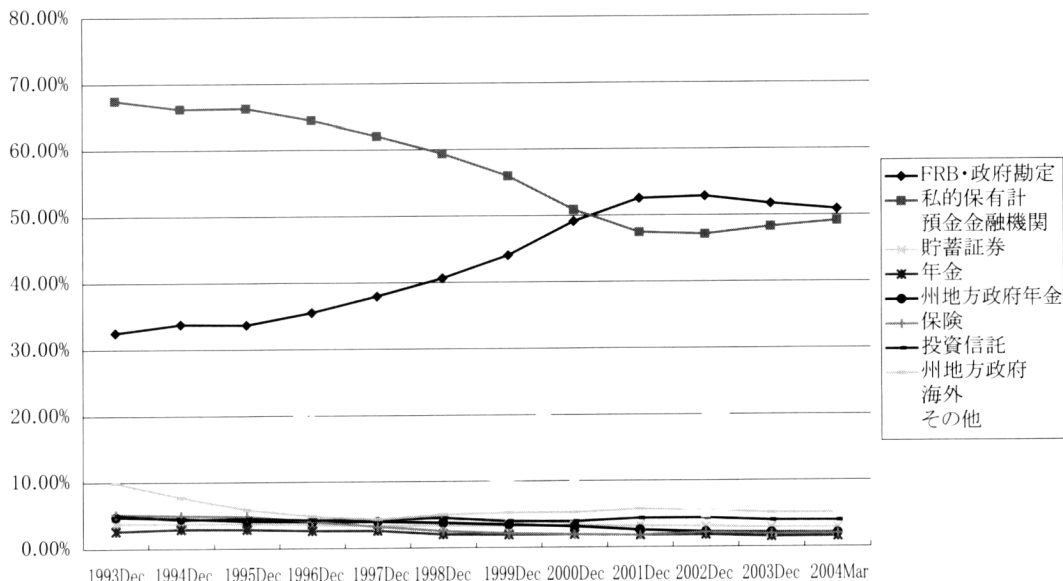
- (1) 米国債額は一貫して増大し、特に2000年以降急速に増大してきた。
- (2) 保有額という点では、民間部門は3兆ドルを前後する形で推移してきた。単年度の黒字化が実現した、あるいは実現の見通しが強くなった1990年代終盤から2001年にかけては減

図表6



(出所) Treasury Bulletin, p. 57.

図表 7



(出所) 図表 6 に同じ。

少傾向をみせ、その後ふたたび増大傾向に転じたが、保有額の水準としては1990年代前半と大差のない水準である。

(3) 民間部門とは対照的に政府部門・政府勘定は、保有額を増大させ続けてきた。1993年末における保有額は、1兆4,761億ドルであったが、2004年9月期には3兆7,720億ドルへと増大している。

(4) 以上のことを保有比率という点からみると、次のようになる。すなわち、民間部門は93年段階では70%弱を保有していたが、04年末では50%を切る水準まで低下したのに対し、政府部門は93年段階で30%強であった保有比率を50%強まで上昇させた。2000年以降は政府部門と民間部門の保有比率はわずかながら逆転している。こうした保有比率の変化は上述(2)(3)から明らかなように、政府部門による投資額の増大に起因している。

以下、政府部門と民間部門のそれぞれについてより詳しくみることにしたい。

2. 政府部門

政府部門 (Government Account Series) は、以下のファンド群から構成されている。すなわち、

- Airport and Airway Trust Fund
- Bank Insurance Fund
- Employees Life Insurance Fund
- Exchange Stabilization Fund
- Federal Disability Insurance Trust Fund
- Federal employees retirement funds
- Federal Hospital Insurance Trust Fund
- Federal Housing Administration
- Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund
- Federal Savings and Loan Corporation, Resolution Fund
- Federal Supplementary Medical Insurance Trust Fund
- Highway Trust Fund

- National Service Life Insurance Fund
- Postal Service Fund
- Railroad Retirement Account
- Treasury deposit funds
- Unemployment Trust Fund
- Other

これらのなかで、保有額が大きいものは、“Federal Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund”, “Federal employees retirement funds”, “Federal Hospital Insurance Trust Fund”, “Federal Disability Insurance Trust Fund”である。この4つで全体の8割を占める。

ここでは最大である社会保障関係のファンドについてみてみよう。

このファンドは社会保障関係の収入および給付のために財務省にもうけられた勘定 (account) で、社会保障ならびにメディケア関連の税収、プレミアム、その他の収入が預託されている。

ファンドは4つのファンドからなっている。すなわち、The Old-age and Survivors Trust Fund (OASI), The Disability Insurance Trust Fund (DI), The Hospital Insurance Fund (HI), The Supplementary Medical Insurance (SMI) である。

このファンドは社会保障信託基金保管委員会 (the Board of Trustees for the Social Security Trust Funds) の管理下におかれている。同委員会は職務指定の4委員、すなわち財務長官、労働長官、健康・人的サービス長官、社会保障コミッショナーと大統領が指名し、上院による承認を経て就任する2委員から構成される。

このファンドからは給付とプログラムの管理

運営費のみが支出され、徴収された資金の内、支出されなかった残余部分が、有利子の政府証券 (special non-negotiable securities of the U.S. Government on which a market rate of interest is credited) に投資されている⁵⁾。

ファンド全体でみた場合、2002年末で1兆6,471億ドル、2003年の収入が9,235億ドル、支出が7,598億ドル、その結果2003年末の資産は1兆8,107億ドルと1,637億ドル増加した。収入源は主として税金である。

従業員と企業側が折半して負担し、現在の税率はOASIが企業側、従業員側とも5.3%で、計10.6%、DIが同じく0.9%で、計1.8%、HIが同じく1.45%で計2.9%となっている。また現在は収入と給付のバランスは収入の方が大きい。今後は給付総額の拡大や収入減などが予想されている。実際OASIとDIでは2018年には資金不足に陥ることが予測されており、税収・給付面での制度変更 (税率をあげるか、給付率を下げるか) が議論されている⁶⁾。

3. 「私的」⁷⁾保有

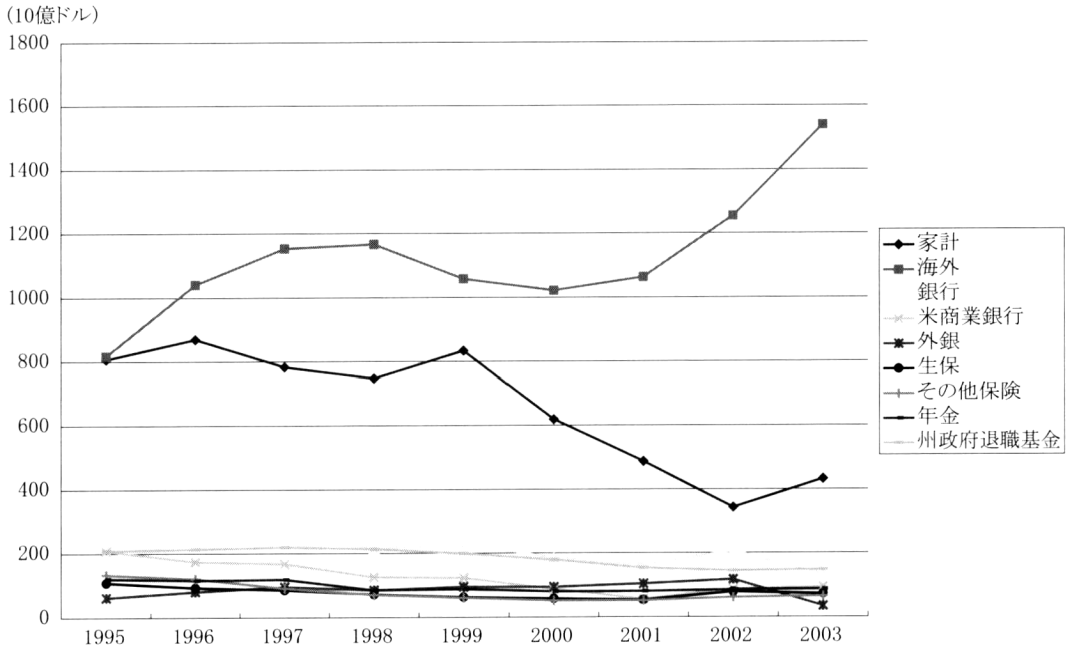
(1) 海外部門

民間部門での国債保有の推移における大きな特徴は、海外部門が占める比重の増大である。

米国債の主要な保有者は家計部門と海外部門である。1995年において、海外部門と家計部門はほぼ等しい比重を米国債保有において有していたが、その後両者は逆の傾向を示すようになる。

家計部門は金額ベースでも保有比率でも、1990年代前半はほぼ同じ水準で推移した (図表8, 図表10)。しかし1999年を境として、家計部門は保有額でも保有比率においても低下し始める。

図表 8



〔出所〕 Flow Funds Accounts.

一方海外部門は、1990年代前半においては微増であったが、1999年を境として急激に上昇する。1995年には民間部門の20%強であったものが、2003年には約40%を占めるにいたる。

これら海外部門の投資状況を地域別に見たのが、図表9である。

2003年において米国債への投資額が最も大きいのはアジア地域であり、その投資額は1,844億7,500万ドルにのぼる。次いでヨーロッパ、カリブ海諸国が大きい。ヨーロッパ地域は、511億300万ドル、カリブ海諸国は146億7,200万ドルである。2002年あるいは2001年においてもこの傾向にかわりはない。

また、地域ごとの投資額の中で米国債が占める割合は、アジアが最も高く、2003年においては全投資の61.18%が米国債投資へ振り向けられている。この傾向は2002年あるいは2001年においても共通している。

アジア地域の中で国別にはどのような投資状況であるか、ということを次にみてみよう。主な投資国は中国、台湾、香港、シンガポール、日本であるが、香港とシンガポールを除く3カ国はいずれも40%をこえる比率を米国債投資へ振りむけている。これら3カ国と比較すれば低水準の香港もヨーロッパ地域よりは高い26%である。したがって売り越しであったシンガポールをのぞく各国は高い比重での財務証券投資を行っているといえる。その中でも特に高いのが日本である。2003年には対米総投資額の80.65%が国債投資に振り向けられたのである。

さらに、海外部門の投資主体を公的主体と民間とに区別してみると、次のような特徴がある。

まず、フロー・ベースでみた場合、1998年までは民間部門による投資の方が公的主体による投資を上回っている。2000年にかけて両部門と

図表9

(単位 100万ドル)

2001

	国債	米公社・支援 企業関連債	社債	株式	計
ヨーロッパ	-20,604	60,511	134,901	88,099	262,907
ラテンアメリカ	3,206	8,989	4,824	298	17,317
カリブ海諸国	1,066	13,351	49,855	-5,452	58,820
アジア	36,332	81,106	27,631	22,515	167,584
アフリカ	-880	304	456	-366	-486
総計	18,514	163,990	221,955	116,390	520,849

2002

	国債	米公社・支援 企業関連債	社債	株式	計
ヨーロッパ	44,169	56,933	110,639	33,006	244,747
ラテンアメリカ	5,014	9,224	5,046	1,024	20,308
カリブ海諸国	16,102	32,713	35,854	-16,460	68,209
アジア	55,850	97,204	26,581	21,389	201,024
アフリカ	841	733	127	-72	1,629
総計	121,698	195,461	182,317	49,442	548,918

2003

	国債	米公社・支援 企業関連債	社債	株式	計
ヨーロッパ	51,103	41,932	168,680	24,275	285,990
ラテンアメリカ	10,807	8,548	7,496	693	27,544
カリブ海諸国	14,672	27,210	54,101	-1,187	94,796
アジア	184,475	84,289	30,249	2,522	301,535
アフリカ	55	1,962	394	272	2,683
総計	278,139	161,009	270,182	37,768	747,098

2003 アジア

	国債	米公社・支援 企業関連債	社債	株式	国別合計
中国	30,483	29,629	4,626	-79	64,659
台湾	9,031	9,497	1,598	299	20,425
香港	6,076	11,914	4,476	846	23,312
日本	148,777	22,347	12,105	-2,328	180,901
シンガポール	-1,343	679	3,351	3,429	6,116
(参考) 英国	35,971	25,283	107,539	675	169,468

〔出所〕 Treasury Bulletin, CM-V-3 (Net foreign transaction in long-term domestic securities)

も投資額が減少ないし、売り越しがみられるようになるが、これは連邦政府の単年度ベースでの黒字化によるものと思われる。2001年から再び投資額は上向くが、1999年から2003年の間では2002年をのぞいて公的主体の方が投資額が大きい⁸⁾。

ストック・ベースでみた場合、1995年から98年までは投資残高は増加していたが、99年、2000年と減少した。これもフロー・ベースの場合と同様単年度ベースでの黒字化が要因と思われる。ただし、ストック・ベースでは一貫して公的主体の投資残高の方が大きく、国債に対する投資残高の60%強を公的主体が保有している⁹⁾。

以上の点から、海外部門は、安定したペースで国債投資を行っており、地域的にはアジア、投資主体という点では公的主体が中核的な役割を担っているといえる。

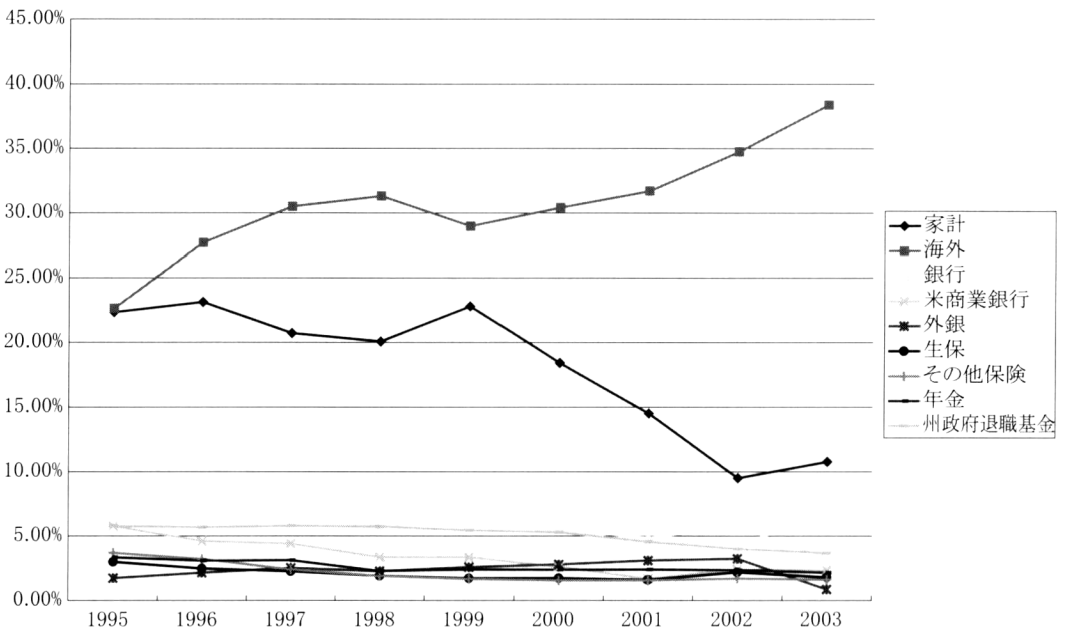
しかし、財務省統計によって外国居住者とア

メリカの諸証券種類の取引をみるとこれとは異なった特徴も浮かんでくる。1977年から2004年にかけての時期におけるグロスの対米証券取引（外国人居住者によるアメリカ居住者からの証券の売買）をみた図表5を再度参照していただきたい。国債取引は購入・売却ともに1980年代半ばから急速に拡大し、90年代の後半に一旦減少傾向をみせたものの、2000年以降以前にも増して急速に拡大している。

図表11は、日本とイギリスのグロスでの取引額を比較したものである。この図から明らかのように、日英ではグロスの取引傾向には明確な違いがある。日本の売買は80年代後半に一時拡大の傾向を示したが以後500億ドルを下回る水準が基調となっている。

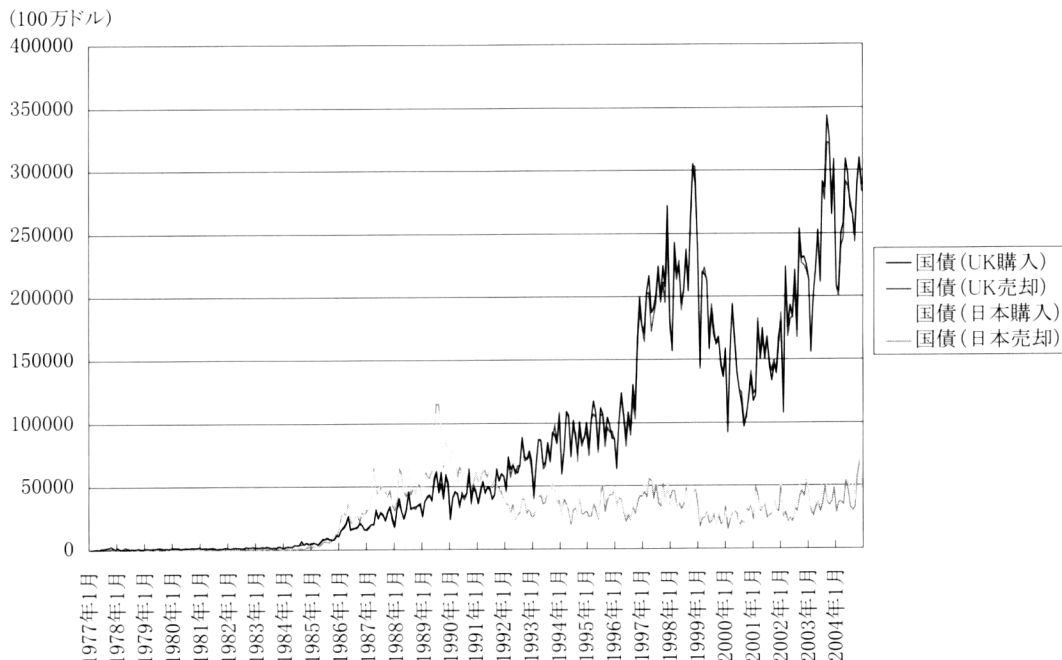
日本とは対照的に、英国は80年代後半こそ日本を下回っていたが、以後は取引規模を拡大させ続けてきた。その傾向はほぼ全世界(Grand-total)での推移の傾向と重なっており、しかも

図表10



〔出所〕図表8に同じ。

図表11



〔出所〕 <http://www.treas.gov/tic/ticsec.html> 以下の日本と英国の国別情報より作成。

金額的には全世界ベースの取引規模の約半分を英国が占めている。

このことは、海外部門が国債投資や国債市場においてどのような地位を占めているかということを考える上で、重要な示唆をなすものと考えられる。すなわち、財政赤字のファイナンスという点からみれば誰が国債を保有しているか、ということが重要となるが、国債市場が金融市場全体の中で果たす役割に着目すれば、誰が国債を売却しているのか、ということが重要となる。

財務省の基本的スタンスは「納税者負担の最小化」である。この目的のために、市場実勢に沿いながら安定的に発行消化できる仕組みが模索され、構築されてきた。

そのキーとなるのは、競争的入札であり、競争的売買である。すなわち、多数の主体が競争的に購入し、あるいは売却することをつうじて

より市場実勢に近い価格金利が決定し、そのことが納税者の負担を最小とするという考え方である。

前者、すなわち誰が国債を保有しているか、という意味ではアジア、とりわけ日本が、そして後者、すなわち誰が国債を売却しているか、という意味ではイギリスが大きな役割を果たしているといえよう¹⁰⁾。

(2) 国内部門

ここでは家計を中心に国内諸部門の動向についてみることにする。

家計は、国内で単一のものとしては最大の国債保有部門である。しかし、近年は一貫して投資を後退させている。

フローでみると、家計の国債保有は1995年以降では2003年のみがプラスで、他の年は売り越しとなっている。特に、2000年から2002年にか

けては、1,984億ドル(2000年)、1,016億ドル(2001年)、914億ドル(2002年)と大幅な売り越しが続いた。

残高ベースでも、こうしたフローの傾向を反映した推移となっている。すなわち、1995年には8,065億ドルであったが、96年にはいったん8,689億ドルへ増加し、その後7,475億ドル(98年)へ減少し、再び8,330億ドル(99年)まで増加した後、6,192億ドル(2000年)、4,865億ドル(01年)、3,430億ドル(02年)と低下した。

また家計による金融資産取得の中での国債の位置付けを、95年と03年の比較でみてみると、95年には3.73%あったものが、03年には1.25%とほぼ半減している。

国債を含む負債性商品の比率も9.05%から6.45%へと低下しているが、株式や生保・年金など他の金融資産については、若干の増減はあるもののほぼ変化はない。

さらに近年の家計による金融資産取得はフローではマイナスとなっており、金融資産の取得自体が減退している。金融資産取得がネットでマイナスとなっている主因は、負債の増大、特に住宅取得のための負債の増大と消費者信用の増大である。住宅用モーゲージは95年の3兆3,443億ドルから03年には6兆6,581億ドル、消費者信用は1兆1,684億ドルから2兆501億ドルへ増大した。

つまり家計は、金融資産の取得そのものを減少させ、さらにその中での国債投資のウェイトも減少させているのである。

家計以外で保有額の大きい部門は、商業銀行、州・地方政府退職基金、投資信託(ミューチュアル・ファンド)、MMMF、年金(private pension)である。

商業銀行(外国銀行を含む全商業銀行)部門は、1995年には残高ベースで2,787億ドル、総資産の6.2%を国債へ投資していた。99年には2,289億ドル、3.83%、03年には1,329億ドル、1.7%へと投資残高、資産比率とも減少させていった。

アメリカで免許を得た銀行に限定すれば、95年には2,076億ドル、総資産の6.2%から03年には935億、1.6%ドルである。したがって外銀の方がアメリカで免許を受けている銀行よりもより国債投資に積極的であるといえる。

投資信託部門は、1,438億ドル、7.76%を国債へ投資していたが、03年には1,141億ドル、3.1%となり、残高ベースではほぼ横ばいといえるが、全資産に占める比率では半減させている。

年金基金部門は、95年には1,207億ドル、4.17%を国債へ投資していたが、03年には865億ドル、2.14%と残高ならびに総資産に占める比率とも大きく低下している。

以上みてきたように、アメリカの国内民間部門は国債投資を残高ベースという点でも総資産に対する比率という点でも大きく減少させてきており、海外部門と対照的であるといえる。

結びにかえて

最近の米国債の投資状況を概観してきたが、最後にこれらの投資構造の変化が持つ含意を検討しておきたい。

一つは、アメリカをめぐるマネーフローに関連する。

90年代においては、アメリカは世界中からマネーを吸収し、それを再配分しているといわれた。しかしアメリカが海外からマネーを吸収す

る時の最大の項目は連邦政府証券（国債）であり、連邦政府の財政赤字のファイナンスである。したがって、吸収したマネーを再配分しているわけではなく、このように理解すればそれは誤りである。

海外からのマネーは本来であれば、国債投資に向かわなければならなかったアメリカ国内のマネーを海外投資へと振り向けることを可能とし、世界的にリスクマネーないしリスクキャピタルを供給した。90年代のアメリカ対外投資の評価は、攪乱的な結果を残した場合も含め様々であろうが、この意味で世界マネーフローにとっても意義を有したと考えるべきであろう。

しかし既述のように、ネットの投資ポジションは2000年以降赤字を急速に拡大し、バランスは大きく崩れている。その一つの要因は、国債投資であるが、これは財政赤字のファイナンスという点でも貿易赤字のファイナンスという点でも不可欠であるが、アメリカからの投資とは独立した変数である。つまり、財務省証券に対する投資が拡大しても、それに伴ってアメリカからの投資が拡大するわけではない。したがって、世界中から資金を集め、代替的にアメリカ国内の資金が株式投資という形で投資されるという90年代の構図は大きく変化しているのである。

こうした構造が長期的なものか、それとも比較的短期で終わるのかによって、その意味も異なってくるであろうが、現状では潜在的な危険性—ドルの暴落などによる攪乱的影響を世界経済に与える危険性—は高まったといえるのではないだろうか。

もう一つは、保有主体に関するものである。

国債保有の特徴は、(1)政府勘定の部分の増大(2)海外保有分の拡大(3)海外部門をのぞく国内部

門による保有縮小にあることはすでにみた。こうした構造は「双子の赤字」が問題視された1980年代と比較すると非常に大きな変化である。

このことが意味しているのは、こうである。

海外部門による保有の内、公的部門の比重が高いことはすでにみた。公的部門は国債投資・売買による利益獲得という目標よりも、むしろ外貨準備保有の一形態として「受動的」に保有しているのである。

海外公的部門による保有はその意味で国内資金の代替的な役割を果たしているのである。これは二つの側面をもつ。すなわち、第1には直接に、各主体がより利回りの高い資産へ投資できることを可能にし、第2には海外からの「追加的」な資金によって金利水準を抑制することを可能にする。

なお、次の点には留意しておく必要がある。すなわち、すでにみたように外国居住者による売買（グロス）をみるとその額は、2000年以降急速に拡大している。売買における公的主体と民間の別は明らかにされていないが、こうした巨額の取引は相当程度投機的な資金あるいは調整的な資金が国債市場に流入してきていると考えられる。

アメリカ国債市場における種々の制度運営の原則は、「納税者の負担を最小限に抑制する」というものであり、この原則に長期的にも短期的にも合致する限りにおいては投機的取引も容認される。外国居住者、すなわち海外部門が活発化する取引をつうじてこうした分野で果たしている役割を認識しておく必要がある。

注

- 1) 以下で、国名を投資主体として記述している場合は、基本的に居住者ベースのものである。すなわち、「アメリカの投資」という表現は、「アメリカ居住者による投

- 資」という意味である。
- 2) Department of Treasury, FRB of N.Y., and Board of Governors of the Federal Reserve System [2004], p.3 および Bertaut Carol C. and Griever William L. [2004], p. 20.
 - 3) これらの数字自体への信頼度は高いものの、統計上の弱点、すなわちもしドイツの居住者がイギリスで米国債を購入し、スイスの銀行に預託してある場合には、スイス居住者による投資として表出してしまうという弱点には留意すべきである。
 - 4) 主要各国とは、アメリカ、ユーロエリア（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペイン）、日本、イギリス、オーストラリア、カナダ、ニュー・ジーランド、チェコ、デンマーク、ハンガリー、ノルウェー、ポーランド、ロシア連邦、スウェーデン、スイス、トルコ、中国、香港、インド、インドネシア、イスラエル、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイである。
 - 5) <http://www.ssa.gov/OPHome/handbook/handbook.01/handbook?0140>
 - 6) この点について詳しくは、Social Security and Medicare Boards of Trustees [2004] を参照されたい。
 - 7) ここで「私的」というのは、法令・制度等に基づく国債保有以外の全てのものを指す。海外の公的主体—通貨当局等—による国債保有は、米国の法令・制度に基づくものではなく、この意味で「私的」と解釈される。
 - 8) Board of Governors of the Federal Reserve System [2004], F. 107.
 - 9) *Ibid.*, L. 107.
 - 10) すでに記したことであるが、念のため付言しておけば、「イギリスの」という意味はイギリスの居住者という意味であって、投資家の国籍や帰属を意味するものではない。イギリスの居住者である米系企業の現地法人支店がこれらの取引を行っているのか、あるいは日系企業の現地法人支店が行っているのかということは現統計では確認することはできない。
 - 11) 以下の叙述は、Board of Governors of the Federal Reserve System [2004], 107, 109, 110, 119-124 (Flow, Level) によっている。
- Bertaut Carol C. and Griever William L. [2004], “Recent Development in Cross-Border Investment in Securities”, *Federal Reserve Bulletin*.
- BIS, *Guide to the international financial statistics (BIS Papers No.14)* [2003], February.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [2004], *Flow of Funds Accounts of the United States Z.1 release*.
- Bortolotti, Bernardo, Fantini, Marcella, and Scarpa, Carlo [2000], *Why do Governments Sell Privatised Companies Abroad? (William Davidson Institute Working Paper No. 293)*, March.
- Burger, John D. and Warnock, Francis E. [2003], *Diversification, Original Sin, and International Bond Portfolios*, January, International Finance Discussion Papers No. 755.
- CBO, *Federal Debt and the Commitments of Federal Trust Funds (Long-range Fiscal Brief No.4)* [2003], October 24, 2002 (REVISED MAY 6, 2003).
- Department of Treasury, *Treasury Bulletin*, various issues.
- , FRB of N.Y., and Board of Governors of the Federal Reserve System [2003], *Report on U.S. Holdings of Foreign Securities*, May.
- , ——, —— [2004], *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities*, August.
- Dupont, Dominique and Sack, Brian [1999], “The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments”, *Federal Reserve Bulletin*, December.
- Edison, Hali, Warnock, and Francis E. [2003], *Cross-Border Listings, Capital Controls, and Equity Flows to Emerging Markets* (IMF Working Paper 03/236), December.

参考文献

- Aggaewal, Reena, Klapper, Leona, and Wysocki, Peter D. [2003], *Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors*, July.
- Bennett, Paul, Garbade, Kenneth, and Kambhu, John [2000], “Enhancing the Liquidity of U. S. Treasury Securities in an Era of Surpluses” (*FRBNY Economic Policy Review*).

Fleming, Michael J. [1997], "The Round-the-Clock Market for U.S. Treasury Securities", *FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW*, July.

Griever, William L., Lee, Gary A. and Warnock, Francis E. [2001], "The U.S. System for Measuring Cross-Border Investment in Securities: A Primer with a Discussion of Recent Developments" *FRB Bulletin*, vol. 87.

James, Estella, Ferrier, Gary, Smallhout, James, Vittas, Dimitri [1999], *Mutual Funds and Institutional Investments* (World Bank Working Paper No.2099).

Kaminsky, Graciela, Lyons, Richard, Schmukler, Sergio [2000], *Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview*, Sept.

Social Security and Medicare Boards of Trustees

[2004], *Status of the Social Security and Medicare Programs: A SUMMARY OF THE 2004 ANNUAL REPORTS*.

THE BOARD OF TRUSTEES, FEDERAL OLD-AGE AND SURVIVORS INSURANCE AND DISABILITY INSURANCE TRUST FUNDS, *ANNUAL REPORT OF THE BOARD OF TRUSTEES OF THE FEDERAL OLD-AGE AND SURVIVORS INSURANCE AND DISABILITY INSURANCE TRUST FUNDS*, various issues.

U.S. GAO [2004], *Federal Debt: Answers to Frequently Asked Questions An Update*.

——— [2003], *SOCIAL SECURITY REFORM: Analysis of a Trust Fund Exhaustion Scenario*, July.

(宇都宮大学国際学部助教授・当研究所客員研究員)