

非市場性国債の活用

— 国債管理政策の視点から —

須藤 時 仁

要 旨

本稿では、英米における非市場性国債の現状について考察した。具体的な論点は、①非市場性国債としてどのようなものがあるか、②非市場性国債を発行する場合にそのメリットと国債市場への影響にはどのようなものがあるかという2点である。分析の結果、貯蓄国債、政府部門向け非市場性国債のいずれについても両国とも類似の制度を有しているが、イギリスでは政府部門向けより貯蓄国債および貯蓄口座を含む貯蓄投資商品を財政資金のファイナンスに積極的に活用している。一方、アメリカでは社会保障基金など政府基金の運用に政府部門向け非市場性国債を積極的に活用しているという特徴が見出された。

非市場性国債を発行する大きなメリットの1つに、市場性国債の供給圧力を緩和できる点が挙げられる。特にアメリカでは、その意味で非市場性国債を積極的に活用している。しかし、この非市場性国債の多くの部分を社会保障信託基金が保有しているが、同基金の残高は2027年以降急速に減少する見通しであり、その場合、国債全体の発行圧力が緩和されない限り、市場性国債の供給圧力が急速に大きくなると予想される。

わが国では、非市場性の貯蓄国債（個人向け国債）は既に発行されている。政府部門向け非市場性国債の発行について考えてみたとき、その引受先として考えられるのは社会保障基金の公的年金であろう。今後、市場性国債の供給圧力を緩和するためにも公的年金の運用に対して非市場性国債を発行することも考えられよう。ただし、2046年度以降は公的年金の積立金が減少に転じる見通しであることから、市場性国債の圧迫要因となるため、それまでの間に国債の総発行額を減らすよう財政再建を図る必要がある。

目 次

I. はじめに

II. 貯蓄国債

III. 政府部門向け非市場性国債

IV. 非市場性国債発行のメリットと市場への影響

V. 結論—日本へのインプリケーション

I. はじめに

日本では国債を取り巻く環境に重大な変化が生じている。将来的な金利上昇の兆しが生じているのだ。この金利上昇は日本経済の正常化を映したものであり、経済の正常化は税収増加につながるという点で財政にとって望ましいことである。しかし、金利上昇は国債費（利払費）の増加をもたらす。特に、日本では借換債の発行額は中長期的に高水準が続く見通しであり、このような事態が進行する中で金利が上昇していけば、国債費負担が財政再建の大きな阻害要因となろう。

こうした環境変化を考えたとき国債管理政策のなかでも今後は残高管理政策の重要性が高まると考え、拙稿 [2006b,c] では国債買戻制度の整備・活用を、拙稿 [2006a] では非市場性年金国債の導入を提言してきた。後者で年金国債を非市場性国債として発行することを提言したのは、あくまで年金国債の低流動性の可能性を考慮したためであり、年金国債だけが非市場性国債として適しているわけではない。上述した金利リスクを緩和するためにも、日本政府はいわゆる「非市場性国債」をもっと活用していくべきではないだろうか¹⁾。

本稿では、「非市場性国債」を「財政上の資金調達のために政府が発行する国債（証券）で、市場での流通（売買）が予定されていないもの」と定義している。この意味で、現在日本

で発行されている非市場性国債は個人向け国債のみである²⁾。通常、非市場性国債は発行対象が限定されており、表面利率などの特性をアレンジすることができる³⁾。また、非市場性国債の発行を通じてファイナンスした額だけ市場性国債の供給圧力を緩和できる。さらに、政府部門（公的機関）の保有国債を非市場性とすることで、それが国債市場のかく乱要因となることを排除することができるなどのメリットもある。こうしたメリットから、アメリカやイギリスでは非市場性国債が積極的に活用されている。

本稿では、英米の制度に基づいてこの非市場性国債について深く考察する。具体的な論点は、①非市場性国債としてどのようなものがあるか、②非市場性国債を発行する場合にそのメリットと国債市場への影響にはどのようなものがあるかという2点である。第1の論点につき、拙稿 [2006a] でも指摘したが、非市場性国債は個人向けの貯蓄国債と政府部門（公的機関）等向けの非市場性国債に大別することができる。以下の第2節では貯蓄国債について、第3節では政府部門向け非市場性国債について、英米の制度に基づいて概説する。第4節では、2番目の論点を理論的な分析も交えて考察する。第5節では、結論として、それまでの分析をまとめるとともに、それから導かれる日本へのインプリケーションを述べる。

II. 貯蓄国債

1. 貯蓄国債とは

貯蓄国債とは、貯蓄促進などを目的に、主として個人向けに発行される小額の（小口取引を基本とした）国債である。多くの国では、貯蓄国債に市場性はなく、利息等の収益に対して課税優遇措置が採られている。

貯蓄国債の歴史は意外に古く、G5諸国の中では19世紀半ばにフランスが貯蓄国債の性格を持つ一般大蔵省証券を発行している。20世紀に入り、イギリスで1916年に戦時貯蓄証書（20年には国民貯蓄証書に名称変更され現在に至っている）が発行され、次いでアメリカとドイツが各々35年、69年に発行したが、日本で導入されたのは2003年と非常に遅い⁴⁾。その残高はアメリカ2,037億ドル、ドイツ102.5億ユーロ、日本20.7兆円（以上06年9月末）、イギリス733億ポンド（06年3月末、貯蓄口座を含む）、フランス1.3億ユーロ（05年末）である⁵⁾。また、一口に貯蓄国債といっても、例えばイギリスでは現在9種類も発行されており、多彩である。

では、貯蓄国債にはどのような特徴があるのだろうか。以下では、英米の制度を中心にその特徴を概説する⁶⁾。

(1) 目的

欧米、特にヨーロッパで貯蓄国債が導入された当初は、政府による元本保証と確定利付を背景に個人の勤儉貯蓄促進の一手段という目的を強く打ち出していた。そのため、貯蓄国債の販売は、当時国営であり全国に設置されていた郵便局を中心に行われていた（現在でも、日本や

イギリスでは貯蓄国債の販売は郵便局が主たる販売網となっている）。しかし、個人向け金融商品の発展とそれに伴う民間金融機関のリーテイル分野における競争・強化により、貯蓄国債の貯蓄促進手段としての意義は薄れ、現在では個人の貯蓄を吸収することによる政府の資金調達、つまり国債の個人消化が貯蓄国債発行の主目的となっている。

(2) 購入資格者

貯蓄国債の定義でも述べたように、購入資格者は原則として個人である。ただし、一般的に個人の単独名義だけではなく、共同名義や信託名義（受託者、受益者の一方または双方の名義）が認められるほか、商品によっては慈善団体等の団体による購入が可能なものもある。

販売網としては、前述したように以前は郵便局が中心であったが、現在では郵便局に加え銀行、証券会社などの金融機関で購入できるほか、発行体に対するオンライン（インターネット）申込みの形で購入できる場合が多くなっている。

(3) 購入金額

貯蓄国債の目的が国民の貯蓄促進および個人からの財政資金調達（国債の個人消化）にあることから、最低購入金額は小額に設定されている。具体的には、商品の種類にもよるが、概ねイギリスでは100ポンド、アメリカでは25ドル、日本では1万円から購入可能である。一方、後述するように、概して貯蓄国債からの収益（利息、プレミアムなど）に対して課税優遇されている商品が多いことから、通常は購入上限が設けられている。なお、通常の利付国債の場合、最低券面額はアメリカが1,000ドル、日本が5

万円となっている。イギリスのギルト債の場合、制度上は1ペンス単位で購入が可能だが、実際は各業者が取引単位を定めている。

(4) 非市場性

譲渡制限に強弱はあるものの、ほとんどの国で貯蓄国債は基本的に非市場性国債として発行されており、その流通市場はない。貯蓄国債も債券であることから満期はあるが、満期以前に財政当局から中途換金を受けることも可能である。その場合には、利息またはプレミアムに対してペナルティが課されることもある。貯蓄国債は、額面など購入条件として予め決められている固定価格で購入し、定期的な利息支払いに加え償還時には購入額（およびプレミアム）が払い戻される。したがって、上述した中途換金に伴う利息等へのペナルティを考え合わせると、貯蓄国債は銀行等の定期預金に類似した性格を持つと言える。

(5) 税優遇

貯蓄国債からの収益は税制面で優遇されている場合が多い。これは個人による貯蓄および国債消化を促進するためであろう。具体的には、アメリカでは利息に対して州・地方所得税が免除されるほか、連邦所得税も償還または中途換金時まで繰り延べることができる。また、イギリスでも多くの商品において、利息やプレミアムに対する所得税およびキャピタル・ゲイン税が適用免除されている。

2. 貯蓄国債商品の英米比較

ここでは、英米各国で具体的にどのような貯蓄国債商品が発行されているか概観してみよう。

(1) アメリカ

アメリカでは国債の個人消化を主目的に非市場性の合衆国貯蓄債券 (U.S. Savings Bond) が発行されている⁷⁾。07年3月時点で発行されている貯蓄債券にはシリーズ EE とシリーズ I があり、いずれも利息増加型債券で、登録債である（本論末の付表1を参照）。以下では、まず購入、換金、税制面での共通点を説明し、その後各シリーズの特徴を述べる。

購入資格者は次のいずれかの条件を満たす者であり、個人名義だけではなく共同名義または受益者名義での登録も可能である。

- アメリカ本土、領土もしくはプエルトリコの居住者または海外に居住する米国民
- アメリカの民間被用者または軍隊に従事する者で、社会保障番号 (SSN) を取得している者
- アメリカで働く SSN 取得者で、雇用者が給与天引制度を提供しているカナダまたはメキシコの居住者

この貯蓄債券には電子ベースのものと現物ベースのものがある。前者は米財務省公債局のオンライン Treasury Direct (<http://www.treasurydirect.gov/>) を通じて購入するものであり、後者の購入には（雇用者が提供する）給与天引制度を利用する方法と、米財務省公債局が発行と償還の代理機関として認可した全米約4万の金融機関の店頭で購入する方法がある⁸⁾。なお、電子ベースの貯蓄債券と現物ベースのそれとは購入方法以外にも制度上の相違があるが、それについては後述する。

現在発行されている貯蓄債券の年限はいずれも30年だが、満期到来前に中途換金することができる。ただし、大型ハリケーンのような大規模災害など特殊事情による場合を除き、購入後

12カ月以内に換金することは制限されている。さらに、12カ月が過ぎても5年以内に中途換金した場合には、換金前3カ月分の利息がペナルティとして控除される。

貯蓄債券からの収益（利息およびインフレ・プレミアム）には州・地方所得税が免除されるほか、満期または中途換金するまでその収益に係る連邦所得税を繰り延べることができる。さらにアメリカ独特の制度として、教育貯蓄債券プログラムがある。これは、次に掲げる条件を始めとした一定の条件を満たす場合に、貯蓄債券からの収益に対する連邦所得税の全部または一部が免除される制度である。

- ・連邦補助資格を受けている高等教育機関またはプログラムに係る授業料および諸経費に貯蓄債券の払戻金を用いる場合
- ・換金した年の家計所得が、税免除を申請するためのガイドラインを満たしている場合

以上が貯蓄債券に共通する主な制度だが、前述したシリーズEEとシリーズIとは当然異なる性質を有する。ここでは、まず現物ベースの貯蓄債券について説明し、電子ベースとの相違は後に補足する。

シリーズEEは額面の50%の価格（半額）で購入することができ、利息が購入額に付加されることによって債券価値が増加していく利息増加型債券である⁹⁾。年限は30年だが、03年6月以降に発行されたものについては購入後20年以内に債券価値が額面金額に達することが保証されている。

利率は毎年5月1日と11月1日に改定され（直近6カ月間における5年物財務省証券の平均利回りの90%）、その利率に従って「購入時点から」半年ごとに複利計算される。ただし、95年5月以降05年4月以前に発行されたものに

ついては、この半年ごとに改定された利率が適用（変動金利）されるが、05年5月以降に発行されたものは原則として購入時の利率が満期まで適用（固定金利）される。

シリーズIも利息が購入額に付加されることによって債券価値が増加していく年限30年の利息増加型物価連動債券であるが、以下の点でシリーズEEと異なる。第1に、額面購入である。したがって、購入後20年以内での額面保証はない。第2に、物価連動債である。このため、利息は固定利率部分と物価調整部分で構成される。固定部分は毎年5月1日と11月1日に発表され（ただし、シリーズEEのように特定の財務省証券の利回りに連動するよう決めるという規定はない）、購入時の利率が満期まで適用される。一方、物価調整部分はCPI-U（CPI for All Urban Consumers）に基づいて計算されたインフレ率に従って半年ごと（5月、11月）に改定され、この改定値が「購入時点から」半年ごとに適用される。

以上が現物ベースでのシリーズEEとシリーズIの特徴だが、電子ベースのものは次の点で異なる。第1に、米財務省のTreasury Direct (TD)においてオンライン口座を開設するためには18歳以上でなければならない。なお、電子ベースでの登録にも単独所有、共同所有、受益者所有があるが、共同所有の形態について現物ベースの場合と異なる。電子ベースでは主たる所有者と従たる所有者を決め、基本的に前者が中途換金などの取引を行わなければならない。一方、現物ベースの共同所有には主従の区別はなく、いずれの所有者も取引を行うことができる。第2に、いずれのシリーズも額面金額で購入しなければならず、上限は各々3万ドルである。したがって、現物ベースでのシリーズEE

の購入上限額は実質的に6万ドルだが、電子ベースでは3万ドルとなる。ただし、現物ベースのように額面が50ドル、75ドルなど予め決められているわけではなく、25ドル以上1セント単位で購入することができる。第3に、最低25ドルの定期購入（5年先まで）が可能である。この場合、TDにオンライン口座を開設し、雇用先に預金引落または給与天引の手続きをとることを要する。給与天引の場合、天引額に年金口座または預金口座からの資金を追加して購入資金とすることができる。

(2) イギリス

イギリスでは国民に貯蓄手段を提供して貯蓄を奨励し、個人から財政資金を調達するために国民貯蓄投資商品（National Savings and Investments Products）が国民貯蓄投資庁（NS&I）から提供されている¹⁰⁾。この国民貯蓄投資商品は貯蓄国債と貯蓄口座に分けられ、一部の商品には購入方法に制約があるものの、郵便局の店頭（全国に約17,500）、NS&Iへの電話・インターネット（<http://www.nsandi.com/>）・郵送による申込みによって購入することができる¹¹⁾。

イギリスの貯蓄国債は、他国に比べてその種類が極めて多いこと（07年3月末時点で9種類）が特色である（本論末の付表2を参照）。共通する特徴としては、一部の商品には年齢制限があるものの、購入資格者は個人（共同名義、受託者名義も可）であること¹²⁾、商品ごとに購入最低額および上限が定められていることが挙げられる¹³⁾。また、いずれの商品も満期以前の中途換金は可能だが、その場合にはほとんどの商品で利息に対するペナルティが課される。

割増金付貯蓄債券と元本保証株式（インデックス連動）債券を除き、固定金利または変動金利（物価連動貯蓄証書、所得債券）に基づく利息が付される。これらの利率（物価連動貯蓄証書の場合は固定部分）はNS&Iが英大蔵省に提案し、同省が政府の資金調達（財政）の状況に応じて決定する。したがって、短期市場金利や国債金利は考慮されるが、必ずしも市場金利に連動するわけではない。この点はアメリカと異なる。こうした方針に基づき、国民貯蓄投資商品からの資金調達状況が政府の資金調達計画を上回る場合には、市場金利より低い利率を設定することによって購入インセンティブを低下させる場合もある。ここで、政府の資金調達との関係で述べれば、貯蓄国債の発行は必ずしも定期的ではない。付表2にも示したように、貯蓄国債は募集期間、募集金額等が定められているもの（第〇回××債券・証書）と随時受け付けているものがあるが、後者であっても政府の資金調達状況によっては発行が停止される場合がある¹⁴⁾。

貯蓄国債からの収益（利息、プレミアム等）に関する課税は商品によって異なる。具体的には、割増金付貯蓄債券、国民貯蓄証書（確定利付型、物価連動型とも）、子供ボーナス債券は利子所得非課税商品である。他の商品は収益に対して課税されるが、課税方法は一律ではない。確定利付貯蓄債券の利息は税率20%で源泉徴収される反面、他の課税商品の収益は非課税で支払われ、最終的に総合課税の対象となる。

以上がイギリスにおける貯蓄国債商品の概要である。次に個別商品についてだが、ここでは非常に特徴的な（他国にはない）割増金付貯蓄債券、元本保証株式（インデックス連動）債券、年金受給者向け収入保証債券、子供ボーナ

ス債券の概要について説明する。他の商品の概要については付表2を参照されたい。

(i) 割増金付貯蓄債券

56年に導入されたくじ付き債券である。年限の定めはなく、元本は保証されているが、利息の支払いはなされない。利息相当分はプールされ、毎月1回コンピュータで打ち出された番号の当選者に賞金（非課税）として支払われる。賞金の抽選単位は1ポンド、賞金額は50ポンドから100万ポンドまでである。最低購入額は100ポンド、上限は3万ポンドに設定されており、この上限を超えた金額分は抽選の対象とされない。

(ii) 元本保証株式（インデックス連動）債券

この債券は無利息だが、その収益がFTSE 100株式インデックスの成長率に連動する債券であり、02年3月7日に第1回債が発行された（募集期間と募集金額が定められている回号制債券で、購入方法はNS&Iに対する電話または申込書の郵送による）。年限は5年であり、最低購入額は1,000ポンド（第1～6回債は2,000ポンド）、上限は100万ポンド（共同名義の場合は200万ポンド）である。

購入時から満期までの収益率はFTSE100株式インデックスの成長率に連動するが、仮にその間のインデックスが低下（マイナス成長率）した場合でも購入元本は保証される¹⁵⁾。一方、インデックスが上昇（プラス成長率）した場合でもその上昇率自体が債券の収益率となるわけではない。これは各回号によって異なるが、例えば04年7月に発行された第8回債ではインデックス上昇率の75%（インデックスが80%上昇した場合、債券の収益率は60%となる）しか

債券の収益率に適用されない（その代わり、購入額の15%の収益が保証されている）。また、04年11月に発行された第9回債では、インデックス上昇率の105%（インデックス成長率が80%の場合、債券の収益率は84%）が債券の収益率に適用される。この債券からの収益については非課税で支払われるが、総合課税の対象となる。

(iii) 年金受給者向け収入保証債券

この債券は、その名のとおり60歳以上（当初は65歳以上）の個人のみを対象としたものであり、94年1月に導入された。年限は1・2・5年の3種類があり、いずれも固定利付債券（回号制）で利息は毎月支払われる。この利息については非課税で支払われるが、総合課税の対象となる。最低購入金額は500ポンド、上限は全回号合計で100万ポンドである。

(iv) 子供ボーナス債券

この債券は子供をターゲットとした商品として91年7月に導入された。これは16歳未満の子供のために両親ないし保護者が利用できる利息一括受取型の5年物債券である。子供が21歳になるまで更新することができるが、5年債であるため利息は5年ごとに見直される。さらに、5年ごとおよび子供の21歳の誕生日にボーナスが付与される。

最低購入金額は25ポンド、上限が3,000ポンド（回号ごと、子供1人当たり）と小額に設定されているが、購入単位は25ポンド単位である。中途換金については、名義人が16歳未満の場合は両親または保護者に、16歳以上の場合は本人に払い戻される。なお、本人が21歳になった時点で換金しなければならない。この子供ボーナ

ス債券の利息については、以上の制約の下で（子供が課税年齢に達した場合でも）非課税の扱いとなる。

3. 貯蓄国債の財政と家計資産への影響度

貯蓄国債は政府の資金調達手段であると同時に、それを購入した個人にとっては金融資産を形成する。以下では、貯蓄国債の財政と家計資産（対家計非営利団体を含む）への影響度を見てみよう。

図表1 合衆国貯蓄債券の商品別残高

(単位：10億ドル)

年度末	シリーズ E/EE	シリーズ H/HH	シリーズ I	その他	合計
1983	62.7	7.8	—	0.0	70.6
1984	65.7	8.0	—	0.0	73.7
1985	70.1	8.2	—	0.0	78.2
1986	78.5	8.5	—	0.1	87.1
1987	89.6	8.9	—	0.0	98.5
1988	98.6	9.2	—	0.0	107.8
1989	106.1	9.3	—	0.3	115.7
1990	114.4	9.5	—	0.0	123.9
1991	125.6	9.8	—	0.0	135.4
1992	140.0	10.3	—	0.0	150.3
1993	158.0	11.1	—	0.0	169.1
1994	167.2	11.4	—	0.0	178.6
1995	172.0	11.5	—	0.0	183.5
1996	174.8	12.0	—	0.1	186.8
1997	173.6	12.3	—	0.3	186.2
1998	173.3	12.6	0.0	0.1	186.0
1999	172.7	12.8	0.5	0.2	186.2
2000	169.3	12.8	2.2	0.1	184.3
2001	167.8	12.9	5.7	0.2	186.5
2002	167.6	13.4	12.1	0.2	193.3
2003	167.3	13.8	20.3	0.2	201.6
2004	163.3	15.4	25.3	0.2	204.2
2005	159.9	14.4	29.2	0.1	203.6
2006	154.6	13.1	35.8	0.1	203.7

(出所) US Treasury, *Treasury Bulletin* から作成。

(1)アメリカ

80年代以降、貯蓄債券の残高（年度末ベース）は順調に拡大しており、06年度末の残高は2,037億ドルに達している。商品別の内訳を見ると、シリーズ E/EE が 8～9 割の太宗を占めるが、近年ではシリーズ I の増加が著しい¹⁶⁾（図表1）。

このように順調に残高が拡大している貯蓄債券だが、財政と家計資産における比重は低い。政府部門向け等の非市場性国債を含む総国債残高に対する貯蓄債券残高の比率（年度末ベース）を見ると、趨勢的に低下しており、03年度末以降はついに3%を割っている（図表2）。

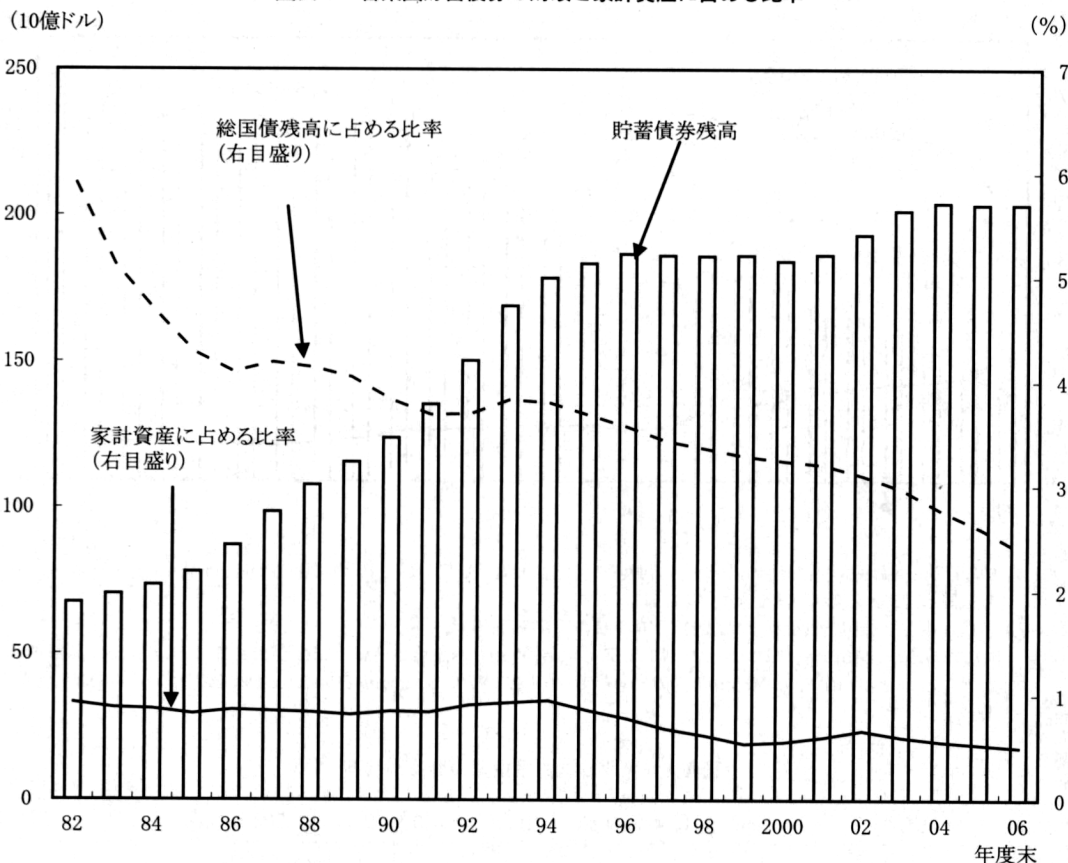
一方、家計資産に占める比重は80年代から90年代半ばまで0.9%前後で安定的に推移していたが、90年代後半から0.6%前後にその水準を落としている。ただし、比重はこのように変化しているものの、その水準自体が元々低いことから、家計の資産形成にとって貯蓄債券の重要性は低いと言えよう。

(2)イギリス

イギリスの場合、前述したように、NS&I が提供する貯蓄投資商品として貯蓄国債以外に貯蓄口座がある。日本の郵便貯金口座と異なり、イギリスの貯蓄口座に預けられた資金は中央政府の財政資金（資金調達）として位置付けられており、さらに、個人にとっては貯蓄国債商品の購入であろうと貯蓄口座への預入れであろうと金融資産には変わりがないことから、ここでは貯蓄口座も含めて分析する。

80年代以降、貯蓄国債・口座（以下、「貯蓄投資」と総称する）の残高（年度末ベース）は順調に拡大しており、05年度末の残高は約725億ポンドに達した（図表3）。貯蓄国債、貯蓄

図表2 合衆国貯蓄債券の財政と家計資産に占める比率



〔注〕 1) 総国債残高とは市場性国債と非市場性国債の残高を合計したもの。

2) 家計には対家計非営利団体を含む。

〔出所〕 US Treasury, *Treasury Bulletin*, FRB, *Flow of Funds accounts* から作成。

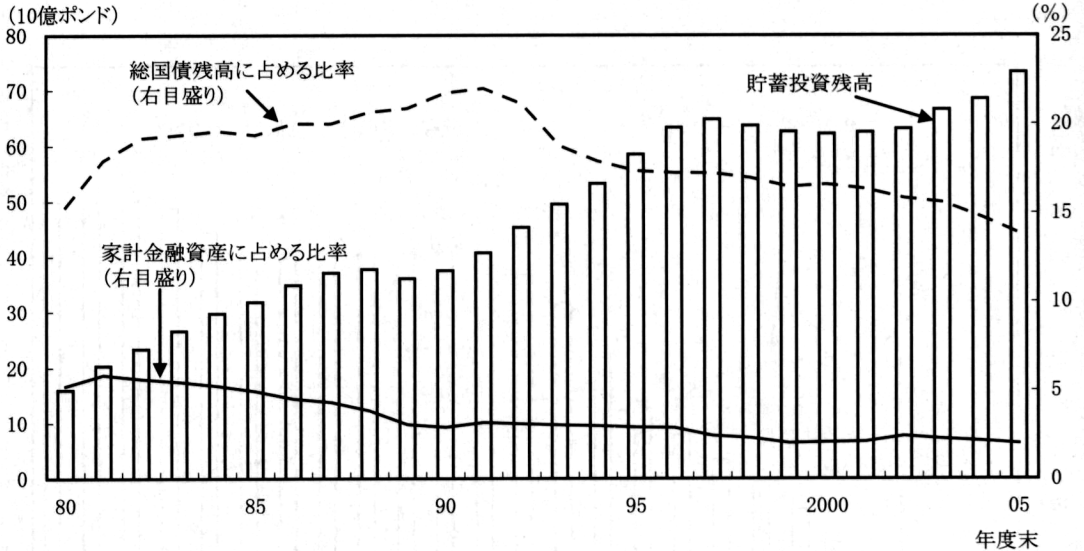
口座別に05年度末までの推移を見ると、貯蓄国債の残高が趨勢的に増加しているのに対して、貯蓄口座のそれは95年度末をピークに減少に転じている¹⁷⁾ (図表4)。その結果、貯蓄国債の残高が貯蓄投資総残高に占める割合は80年度末の71.1%から05年度末には87.8%まで上昇した。

貯蓄国債の商品別内訳を見ると、FIRST オプション・ボンド、預託債券、英国(ブリテイ)ン貯蓄債券等は既に販売が中止されているため単純には比較できないが、割増金付貯蓄債券の残高がほぼ一貫して増加しており、05年度末で貯蓄投資総残高の42.4% (貯蓄国債残高の

48.3%) を占めるまでになった。他にも、国民貯蓄証書と所得債券はともに90年代半ばをピークにその残高が減少傾向にあるものの、05年度末時点での残高は大きく、上述の割増金付貯蓄債券と合わせた3商品で総残高の77.1% (同87.8%) を占めている。

次に、図表3に戻って貯蓄投資の財政と家計資産における比重を見てみよう。まず、政府部門向け非市場性国債を含むボンド建て国債全体(貯蓄口座を含む)の残高に占める貯蓄投資残高の比率(年度末ベース)は91年度末の22.0%をピークに低下しているものの、05年度末でも

図表3 イギリスにおける貯蓄投資の財政と家計金融資産に占める比率



(注) 1) 89年以前の家計金融資産は暦年末ベースの数値を用いて計算。96年(度)以前の家計金融資産は個人セクターのみ、97年度以降は対家計非営利団体を含む。

2) 総国債残高とは市場性国債、貯蓄投資、NILO債の残高を合計したもの。

(出所) BOE, *Statistics Abstract 2002-Part 1*, ONS, *Financial Statistics*, National Audit Office (NAO), *Consolidated Fund and National Loans Fund Account 2003-2004・2004-2005, National Loans Fund Account 2005-2006*, NS&I 資料から作成。

図表4 イギリス貯蓄投資の商品別残高

(単位: 100万ポンド)

年度末	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
貯蓄国債										
国民貯蓄証書	8,727.8	17,099.8	12,827.6	19,885.9	18,722.0	17,885.0	17,023.8	16,786.5	17,044.5	17,696.5
確定利付	5,690.5	12,891.5	7,314.0	11,199.4	9,187.0	8,888.5	—	—	—	—
物価連動	3,037.3	4,208.3	5,513.6	8,686.5	9,535.0	8,996.5	—	—	—	—
割増金付貯蓄債券	1,461.6	1,832.8	2,326.3	6,456.9	15,312.0	17,315.7	19,711.3	24,251.4	26,241.7	30,763.9
所得債券	—	3,684.8	8,963.2	10,428.0	9,560.0	9,279.4	8,617.1	8,048.1	7,585.2	7,426.2
キャピタル・ボンド	—	—	694.7	2,438.4	1,325.0	1,371.1	1,300.9	1,301.9	1,256.8	1,186.5
子供ボーナス債券	—	—	—	643.6	1,158.0	1,213.0	1,230.2	1,254.5	1,289.3	1,304.7
年金受給者向け収入保証債券	—	—	—	4,158.1	5,091.0	4,198.1	3,986.1	3,726.0	3,590.4	3,304.0
固定利回り貯蓄債券	—	—	—	—	439.0	544.6	618.0	568.5	577.8	546.8
元本保証株式(インデックス連動)債券	—	—	—	—	—	40.7	312.2	563.6	947.7	1,222.3
小計	10,189.4	22,617.4	24,811.8	44,010.9	51,607.0	51,847.6	52,799.6	56,500.4	58,533.4	63,451.0
その他	1,177.4	1,252.2	1,719.3	2,933.2	892.1	788.9	360.6	296.1	241.8	214.5
貯蓄国債計	11,366.8	23,869.6	26,531.1	46,944.1	52,499.1	52,636.5	53,160.1	56,796.5	58,775.2	63,665.5
貯蓄口座										
投資口座	2,320.3	5,595.3	8,626.5	9,342.9	7,628.0	7,442.1	7,226.5	6,885.4	6,333.5	6,033.8
国庫口座	—	—	—	—	54.9	62.0	65.3	67.2	64.1	59.1
ISA's	—	—	—	—	534.0	882.7	1,226.1	1,449.6	1,576.9	1,714.8
引き出しが簡単な貯蓄口座(旧普通口座)	1,740.1	1,686.0	1,474.3	1,432.3	1,380.0	1,381.0	1,376.8	1,293.3	735.6	977.0
小計	2,320.3	5,595.3	8,626.5	9,342.9	8,216.9	8,386.8	8,517.9	8,556.6	8,710.1	8,784.6
その他	556.2	690.0	945.5	776.3	67.0	48.0	41.9	39.7	34.9	35.2
貯蓄口座計	4,616.6	7,971.3	11,046.3	11,551.5	9,663.9	9,815.8	9,936.6	9,735.3	8,745.0	8,819.8
合計	15,983.4	31,840.9	37,577.4	58,495.6	62,163.0	62,452.3	63,096.7	66,531.8	67,520.2	72,485.3

(注) 1) その他は各年度末で販売されていない商品の残高合計額。

2) 普通口座は04年1月29日から「引き出しが簡単な貯蓄口座(Easy Access Savings Account)」が販売された時点で新規口座開設が終了となった。

(出所) 01年度以前は ONS, *Financial Statistics*, 02年度以降は NS&I 資料から作成。

13.7%を占めている。一方、家計資産に占める比率はアメリカと同様に低下傾向にある。特に97年度末以降低下基調を強め、05年度末には2.0%しかない。

このように、財政面にしても家計資産面にしても、貯蓄投資の比重はアメリカと同じく90年代に入って低下傾向にあるが、その水準を両国で比べるならば、いずれの面においてもイギリスのほうがアメリカより貯蓄国債（投資）の重要性は高いと言える。

Ⅲ. 政府部門向け非市場性国債

1. 貯蓄国債以外の非市場性国債

政府は貯蓄国債以外にも、財政上の資金調達のために発行対象を限定した非市場性国債を発行する場合がある。ただし、そのような国債を発行している国は貯蓄国債の場合より少なく、G5諸国ではイギリスとアメリカだけである¹⁸⁾。

発行対象は、イギリスでは（ほとんど）政府部門向けのみであるのに対して、アメリカでは政府部門向け（政府勘定シリーズ）、州・地方政府向け（州・地方政府シリーズ）、整理資金調達公社向け（国内シリーズ）、外国政府・外国通貨当局向け（海外シリーズ）など多様である。しかし、貯蓄債券を除く非市場性国債残高に占める各シリーズの構成比（06年度末）は政府勘定シリーズ93.1%、州・地方政府シリーズ6.0%、国内シリーズ0.7%、海外シリーズ0.1%、その他0.1%と、政府勘定シリーズがほとんどである。したがって、以下ではアメリカとイギリスにおける政府部門向け非市場性国債について論じる。

2. アメリカ

アメリカの連邦予算はすべての収入および支出を統合した統合予算制度を採っているが、実際の資金勘定は連邦基金と信託基金とに分けられる。連邦基金は、さらに一般基金（特定目的に指定されていない一般的歳入により賄われ、連邦政府の一般的目的の遂行に係る支出に充てられる基金）、特別基金（特定目的のために法令で定めた特定財源により賄われ、特定のプログラムに支出される基金）、公企業基金（継続的な企業の活動によって生じる収入およびそうした活動を賄うために法令により指定された収入を管理する基金）、政府内基金（主に政府機関内および政府機関間の企業の活動を管理する循環的基金）の4種に分けられる。

信託基金は、特定の目的あるいはプログラムを遂行する法令または契約の条件に従って政府が徴収した収入およびその支出を管理する基金である。社会保障や失業保険等に係る信託基金がこれに当る。収入の用途は法令または契約に定められており、他の目的には使用できない。なお、信託基金は、企業の活動を管理する循環的信託基金と社会保障や失業保険などのように特定の目的やプログラムを管理する非循環的信託基金とに分けられる。

このように連邦予算は複合的な基金区分から構成され、さらにこれらの区分内に特定の目的またはプログラムを遂行するための個別基金が設定されている。そのうち主要な基金の概要については本論末の付表3を参照されたい。各基金には当然その目的に沿った収入と支出があるわけだが、必ずしもその収支が毎年一致するわけではなく、収入が支出を上回る場合には基金内に余剰資金が蓄積されていくこととなる。こ

の余剰資金は一般的に非市場性国債（政府勘定シリーズ）で運用される¹⁹⁾。特に、（大規模な残高を有する基金が含まれる）信託基金は、一般に年率最低5%の利率を有する政府債務（証券）に投資することが合衆国コード（Title 31 United States Code の §9702）によって定められている。また、基金の支払いが経常的な収入を上回るようになったときは、当該基金はそれらの証券を米財務省に払い戻してもらい、支払いに充当する。

基金が保有するこの特別な非市場性国債は公衆に売却される市場性国債と多くの点で類似している。つまり、満期日および表面利率が設定され、連邦債務の一部を構成する。ただし、その利率は総じて市場利回りに連動するものの、発行対象基金の根拠法等に定められた計算方法によって決められる²⁰⁾。しかし、非市場性国債は各基金に対して直接発行されるが市場では取引されず、満期日または基金からの払戻し要求があったときに米財務省公債局が償還するまたは払い戻すだけである。また、その利子は追加的な非市場性国債の形で基金の勘定に記入される。

総論として以上のような性質を有する基金向け非市場性国債（政府勘定シリーズ）であるが、具体的には額面発行特別債（Par Value Special: 以下、“PVS”と略す）と市場連動型特別債（Market-based Special: 以下、“MK”と略す）の2種類がある。

(1) 額面発行特別債

PVSは、購入も償還（払戻し）も額面で行われる非市場性国債である。そのため、売買に係るキャピタル・ゲインやロスが発生しない。その表面利率は法令上の公式に従って決定され

るが、通常は特定の満期を有する現存の市場性国債の平均市場利回りに基づく利率が付される。PVSは、特定の基金を管理する法令が当該基金向けにPVSが発行されることを明記し、かつその利率を決める方式（金利公式）を規定している場合にのみ、当該基金に対して直接発行される。具体的には、社会保障信託基金、医療健康保険（メディケア）信託基金をはじめ限られた数の（信託）基金のみPVSに投資することが可能である。

社会保障信託基金の場合、社会保障法に定められているように、米財務省はPVSに係る毎月の表面利率を計算する。その計算方法は期限前償還または満期までの残存期間が4年以上のすべての市場性利付政府債務の平均金利とする。利子は6月30日と12月30日に基金に付加されることになっているが、実際にはPVSのポートフォリオが次の15年間に亘って均等となるよう、当該月（6月または12月）に（計算された表面利率の）PVSに再投資される。

上記のようなPVSの性格により、払戻し時期を巧みに操作すれば基金はより高収益を獲得することができる。高金利時には、基金はキャピタル・ロスを被ることなく低い表面利率のPVSを払い戻して、高利率のPVSに再投資すればよいからだ。しかし、制度上の規約により、このような操作はできないこととなっている。例えば、社会保障信託基金と医療健康保険信託基金の評議員会（Boards of Trustees）は、信託基金の資産はプログラムの支出を賄うためのみに満期前に払戻しができる政策を確立し、米財務省は満期以前にPVSを払い戻す場合の手続きを定めている²¹⁾。なお、社会保障法は、PVSが社会保障信託基金、医療健康保険信託基金にとって望ましい投資対象であると定

めており、これらの信託基金がMKに投資するには別途立法が必要である。

(2) 市場連動型特別債

MKは、その金利と満期が政府債市場で取引されている特定の財務省関連証券の金利と満期を反映する非市場性国債であり、一般的にMKが連動している市場性証券が償還されない限りいつでも売買することができる。基金の根拠法にPVSへの投資を求める明示的な規定がない限り、当該基金はMKに投資すべきであるというのが米財務省の基本的な政策である。

MKには鏡像市場連動型財務省特別債 (Mirror-image Market-based Treasury Special) と追加 (補足的) 市場連動型財務省特別債 (Additional Market-based Treasury Special) とがある。前者は譲渡性を除き、表面利率、利払日、期限前償還日 (call date)、満期日について現存する特定の市場性国債と同一の非市場性国債である。したがって、現存する市場性国債と同じ形態のものがある。具体的には、短期債 (Bill)、中期債 (Note)、長期債 (Bond) および物価連動債がある。基金による取得または満期前払戻しの価格は、流通市場における実際の取引に基づいて米財務省 (Office of Market Finance Price) が決定している。

後者は、その金利または価格が、上記市場性国債以外の財務省関連金融商品の金利または価格に基づいて決定される非市場性国債である。これには翌日物証券 (Overnight Securities) とゼロ・クーポン債 (Zero-coupon Bond: 以下、"ZCB" と略す) がある。

翌日物証券は購入の翌営業日に満期が到来するMK証券であり、鏡像型MKの購入時限 (午前11時) 以降に受け入れた基金収入に対し

て利用可能である。この証券の金利は、ニューヨーク連銀がゼネラル・レポの翌日物レートをを用いて決定している。ZCBは利払いのない長期割引債 (年限10年以上) である。ZCBに適用される金利 (割引率) は、その発行日における特定の市場性ストリップス債に係る実際のビッド・イールドとアスク・イールドの平均に基づいて決定され、その満期日は当該特定ストリップス債と一致する。現在、ZCBは、米財務省とZCBの投資に対する条件を確立する覚書を交わしている基金に対してのみ発行することができる。

3. イギリス

1780年代初めの政府に対する国家 (政府) 債務の強い削減圧力から1786年国家債務削減法 (National Debt Reduction Act of 1786) が成立し、さらに William Pitt の減債基金が設立された。同時に6人の国債管理委員 (National Debt Commissioners) が任命され、必要に応じて官吏その他の職員を雇う権限が与えられた。これがその後の国家債務庁 (National Debt Office)、現在の国家債務削減委員会 (CRND) に引き継がれていくのである。なお、CRNDは公共事業資金貸付協会 (PWLB) とともに2002年7月に英債務管理庁 (DMO) に統合された。

CRNDに本来求められた機能は減債であったが、現在ではその機能はほとんど残っていない²²⁾。一方、CRNDは設立初期から主要な政府基金の投資に責任を有していたが、今やこれがCRNDの主たる機能となっており、様々な基金の資産を管理している (06年末時点で管理している総資産残高は時価ベースで450億ポンドを超える)。現在、大規模な基金として国民

保険基金投資勘定, 裁判所基金投資勘定, 国民富くじ分配基金投資勘定, 破産サービス投資勘定, 国民貯蓄銀行基金投資勘定がある。主要な基金の概要は本論末の付表4を参照されたい²³⁾。

基金の投資目的は各基金を司る関連法規定によってある程度異なるが、概して、基金のプログラムを管理する政府(省庁)部局の引出要請に応じられるだけの十分な流動性を維持すること、収入を最大化すること、基金の資本価値を維持または増大させることにある。したがって、基金の投資対象も基本的には中央政府および地方政府が発行する債券に制限されている。

しかしながら、CRNDが基金の資金運用のために市場から大量のギルト債を購入すると、財政当局ならびに通貨当局は国債管理政策または金融政策の目的を遂行することが困難となる場合がある。このような弊害を避けるために、特定量の新発ギルト債が国債管理委員のために取り置かれたこともしばしばあったが、これは必ずしも有効な解決策ではなかった。CRNDが大量の資金を投資する必要がある時期に、市場環境が新発銘柄の売出しに好ましくない場合もあるし、また、新発銘柄がその表面利率、満期などの点からCRNDが管理する基金の要求に合わない場合もある。そこで、81年に英大蔵省は、状況に応じて、CRNDによる資金運用のために特別な“NILO (National Investment and Loans Office)”債を創出する措置を講じた。

NILO債は、それが関連するオリジナルなギルト債銘柄と同一の条件で発行されるものであり、銘柄名に“NILO”をつけることによってオリジナルの“parent”(ギルト)債と区別される²⁴⁾。つまり、NILO債は鏡像債(銘柄)であ

る。NILO債は取引所で取引されない非市場性であること以外はすべての点でparent債と同じである。NILO債のすべての取引はparent債の市場価格に基づいて行われ、基金に資金需要が生じた場合には満期前でも英大蔵省によって払い戻される。

4. 政府部門向け非市場性国債の財政への影響度

以上が英米における政府部門向け非市場性国債の概要だが、これら国債の財政へのインパクトはどうか。ここで、データに基づいて検討しておこう。

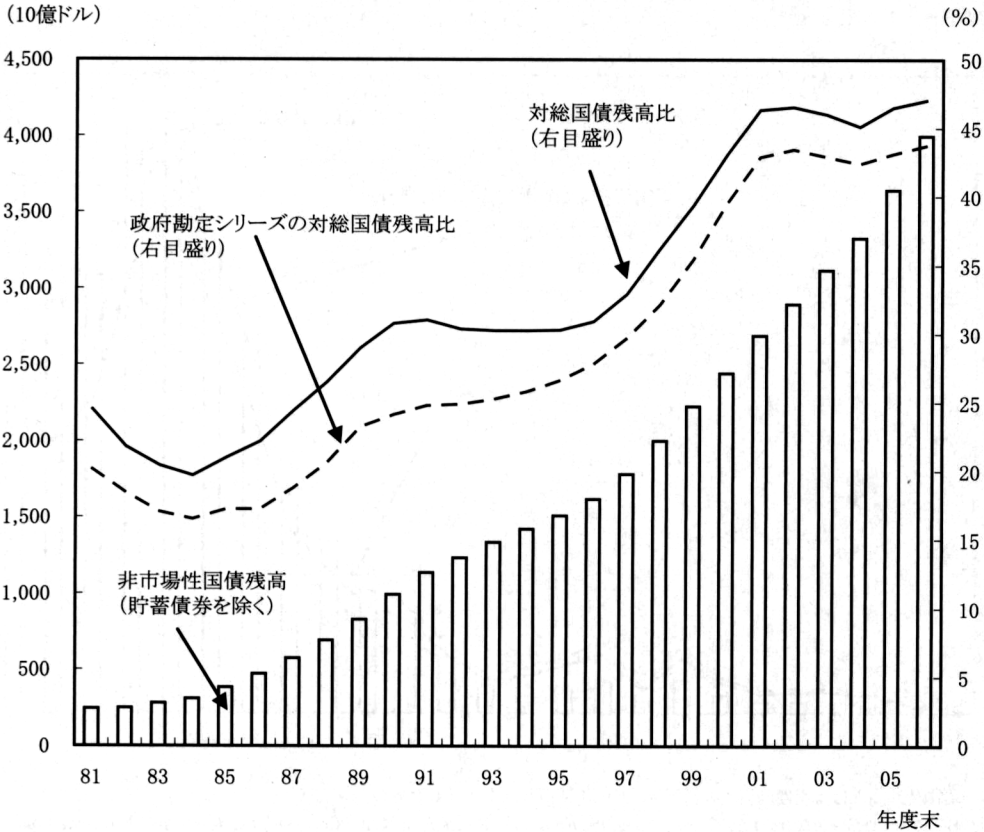
(1) アメリカ

80年代以降、貯蓄債券を除く非市場性国債の残高は順調に拡大しており、06年度末の残高は4兆3億ドルに達している(図表5)。シリーズ別には前述したように政府勘定シリーズが93.1%と圧倒的な比率を占め、次いで州・地方シリーズが6.0%、海外シリーズと国内シリーズは1%未満である。

基金ごとに政府勘定シリーズの保有高を見ると、社会保障信託基金(連邦老齢・遺族保険(OASI)信託基金と連邦障害者保険(DI)信託基金の合計)の構成比が53.6%、医療健康保険(メディケア)信託基金(連邦入院保険(HI)信託基金と連邦補足的医療保険(SMI)信託基金の合計)の構成比が9.0%と、社会保障法関係で60%以上を占める。さらに、公務員退職・障害基金(連邦職員退職基金)の構成比が18.5%と大きい。

貯蓄債券を除く非市場性国債の残高はこのように順調に拡大しているだけに、総国債残高に占める割合も81年度末の24.5%から06年度末に

図表5 アメリカにおける非市場性国債残高と総国債残高に占める比率



〔注〕 総国債残高とは市場性国債と非市場性国債（貯蓄債券を含む）の残高を合計したもの。

〔出所〕 US Treasury, *Treasury Bulletin* から作成。

は47.0%まで上昇した。政府勘定シリーズだけで見ても20.1%から43.8%への上昇である。つまり、連邦政府が発行している国債の4割強が政府内部の基金によって保有されているのである。

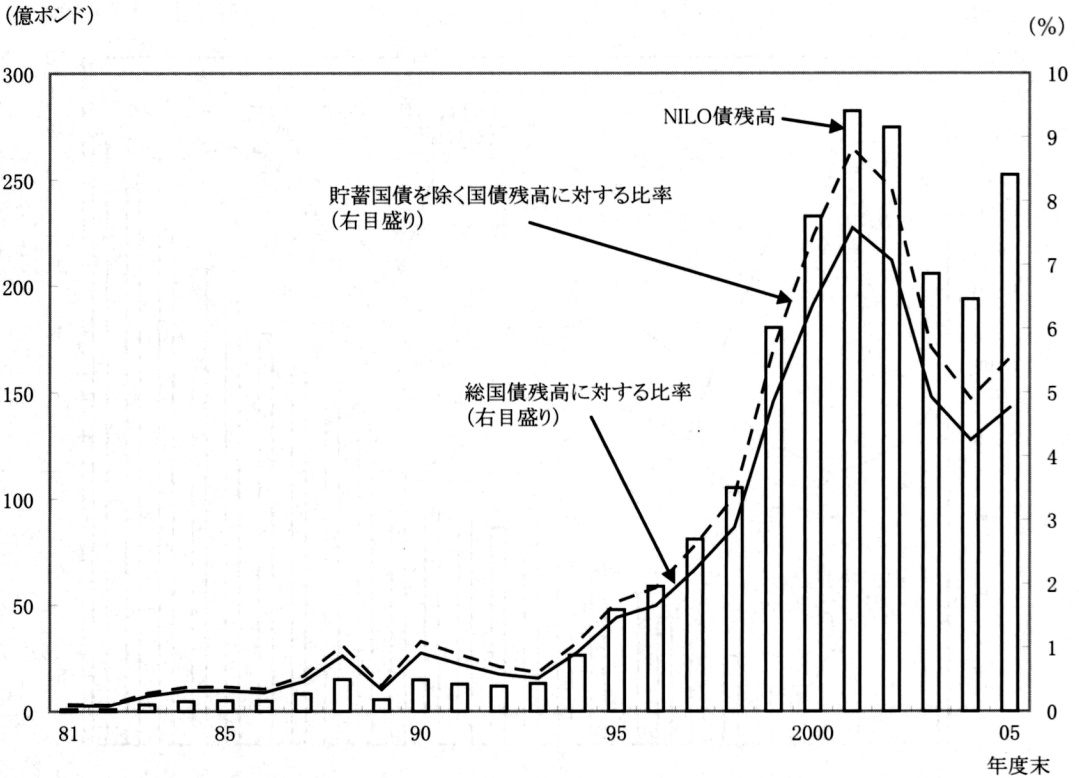
このような非市場性国債の残高増加は、必ずしも政府が意図したものではない。上述のように、政府勘定シリーズの主要な保有基金が社会保障法関連の信託基金であることから、それは拠出と給付のずれから生じたものであり、将来的に人口高齢化が進み、給付が拠出を上回るようになれば、非市場性国債の残高も減少に転じざるを得なくなるであろう。

(2) イギリス

イギリスでは政府部門向け非市場性国債であるNILO債が発行されるようになったのは81年以降である。その残高は2000年代初頭まで順調に拡大してきたが、02年度末以降頭打ちとなっている（図表6）。05年度末の残高は252.2億ポンドである。また、各基金投資勘定のNILO債保有高は不明だが、付表4に掲げた06年末の各基金残高を見ると、国民保険基金がそのほとんどを保有していると推測される²⁵⁾。

残高は拡大基調にあるNILO債だが、財政におけるインパクトはアメリカより小さい。貯蓄国債を含む総国債残高に占めるNILO債残

図表6 NILO債の残高と国債残高に占める比率



[注] 総国債残高とは市場性国債、貯蓄国債、NILO債の残高を合計したもの。

[出所] BOE, *Statistics Abstract 2002-Part 1*, ONS, *Financial Statistics*, NAO, *Consolidated Fund and National Loans Fund Account 2003-2004・2004-2005*, *National Loans Fund Account 2005-2006*, NS&I 資料から作成。

高の比率を見ると、趨勢的には上昇しているものの、01年度末の7.6%をピークに05年度末には4.9%まで低下した。また、貯蓄国債を除く国債残高ベースでも01年度末の8.8%をピークに05年度末には5.5%まで低下している。

以上、前節から本節にかけて英米における非市場性国債制度の概要について説明してきた。ここで両国の特徴を整理しておこう。まず、総体として、総国債残高に占める非市場性国債のウェイトはアメリカでは高いが、イギリスでは必ずしも高くない。しかし、内訳を見ると、貯蓄国債については、アメリカでは財政および家

計資産に対するウェイトはかなり低い。また、イギリスにおいてもウェイトは決して高いと言えないが、アメリカよりそれらに対するインパクトはある。一方、政府部門向け非市場性国債の財政に対する影響度は両国とも貯蓄国債より高いが、特にアメリカでは総国債残高の半分近くを占めている。これは、特に社会保障法関係の信託基金残高が大きいことによるが、それはこれまで基金に係る拠出が給付を上回っていた結果であり、将来的に両者の関係が逆転すれば、非市場性国債の残高も減少に転じるであろう。こうした変化が国債市場に及ぼす効果は次節で分析する。

IV. 非市場性国債発行のメリットと市場への影響

1. 非市場性国債発行の意義

英米における非市場性国債の制度について概説したところで、改めて非市場性国債を発行することの意義を考えてみよう。まず、貯蓄国債の意義は明快である。国債の個人消化、つまり個人による貯蓄の奨励とその財政資金としての吸収にある。

一方、基金残高を非市場性国債によって運用する意義は少々複雑である²⁶⁾。基金の残高(余剰資金)を非市場性国債に投資するとき、当該国債は基金にとって資産である反面、政府にとっては債務である。したがって、グロスの政府債務を削減するわけではない。にもかかわらず基金残高を非市場性国債で運用するまたは基金向けに政府が非市場性国債を発行することには次のようなメリットがある。まず、非市場性国債は、市場性国債と同様、リスク・フリー、広範な満期、(必要な場合には)満期以前の速やかな流動化という特質を有していることから、基金の安全かつ多様な資産運用ニーズに応えることができる。

第2に、非市場性国債の発行によって市場性国債の発行量が削減される分だけ民間の資金需給は緩和される。この民間資金を投資に活用することによって将来の経済成長が促進されれば、政府が将来の給付を支払う能力は改善する。第3に、第2の点とも関係することだが、市場性国債の供給圧力緩和を通じて市場性国債の市場安定に寄与する。また、政府部門(基金)の保有国債を非市場性とするこ

とすることで、それが市場性国債の発行コストを削減することができる。こうしたことは、政府にとって、市場性国債の発行コスト軽減に通じるほか、非市場性国債の金利を市場性国債の金利に連動させる場合、非市場性国債を含めた国債全体の発行コストを削減することができる。

最後に、これは必ずしも大きなメリットとは言えないが、非市場性国債の特性の設計によっては、政府の発行コストを削減することができる。例えば、発行も償還(払戻し)も額面で行う、市場金利より低い表面利率を付すなどである。ただし、特に後者については、そのような特性を持つ非市場性国債で運用する基金にとっては必ずしもメリットとは言えない。

2. モデル分析

政府部門向けに非市場性国債を発行することには上述のようなメリットが考えられるが、第2, 3点目のメリットはあくまで非市場性国債に投資する政府部門(基金)の残高が増加することが前提であり、それが減少する過程では市場性国債の市場に与える影響を慎重に判断しなければならないだろう。この点をより明確にするために、個人、政府の基金部門(以下、「基金」と記す)、政府の財政部門(以下、「政府」と記す)で構成されるモデルを考えてみよう。これら経済主体の行動仮定は以下のとおりである。

<個人>

- 個人の一生は退職前のYoung期(Y世代)と退職後のOld期(O世代)とに分けられ、 t 期にはY世代とO世代が混在している。
- Y世代は t 期に労働所得 Y_t を得る。その所得から税金 $\tau_t Y_t$ と年金拠出 E_t とを差し引い

た可処分所得を、消費 C_t^Y と政府が発行する市場性国債の購入 $p_t D_{1t}$ に配分する。ここで、国債価格 p_t は市場性国債の発行量に対する個人の需要で決まる。また、この市場性国債は当該個人の Old 期に額面 1 で償還される。したがって、Y 世代の予算式は次のようになる。

$$(1 - \tau) Y_t = E_t + C_t^Y + p_t D_{1t} \quad (1)$$

なお、市場性国債を購入するのは Y 世代のみであり、Y 世代は Old 期に入ったときに国債の償還を受けるから、 D_{1t} は t 期における市場性国債の Y 世代による購入量とともに、 t 期末における発行残高を表す。

- O 世代は、労働所得がないため、年金給付 B_t と Young 期に購入した市場性国債の利子および償還金 $(1 - r_{t-1}) D_{1t-1}$ を所得として C_t^O だけ消費する。Y 世代への遺産はない。このとき O 世代の予算式は次のようになる。

$$B_t + (1 - r_{t-1}) D_{1t-1} = C_t^O \quad (2)$$

ここで、 r_t は t 期に購入した市場性国債の表面利率であり、名目市場金利に等しい。

<基金>

- 基金は公的年金を管理する。具体的には法的に強制徴収された拠出金 E_t を受け入れ、給付金 B_t を支払う。年金収支の結果、基金に資金が蓄積されればそれを政府が発行する非市場性国債で運用する。反面、 t 期における給付が拠出で賄えない場合は、非市場性国債を政府に払い戻してもらい、拠出の不足分を補う。
- 発行される非市場性国債は名目確定利付の 1 期債であり、その発行、償還（払戻し）とも額面で行われる。每期発行する国債の表面利

率は市場金利に連動し、金利の支払いは現金ではなく非市場性国債で支給される。

- 以上の仮定の下で、基金の予算制約は次のようになる。

$$E_t - B_t = D_{2t} - (1 + r_{t-1}) D_{2t-1} \quad (3)$$

ここで、 D_{2t} は t 期末における非市場性国債の発行残高である。

<政府>

- 政府は税収 τY_t と拠出金 E_t に基づいて、政府支出 G_t と給付金 B_t 、さらに前期に発行した市場性国債の元利払い $(1 + r_{t-1}) D_{1t-1}$ を賄うが、不足分は市場性国債 D_{1t} を価格 p_t で発行する。したがって、政府の予算制約は次のようになる。

$$\tau Y_t + E_t + p_t D_{1t} = G_t + B_t + (1 + r_{t-1}) D_{1t-1} \quad (4)$$

以上がこのモデルを構成する経済主体の行動仮定だが、ここで、(1)、(2)、(4)式より

$$Y_t = C_t^Y + C_t^O + G_t$$

が成立することに注意すべきである。この式は t 期の生産物を Y 世代、O 世代、政府で分け合うことを意味しており、基金の収益性は全く現れていない。このことは、前述した基金残高を財政上の資金調達に利用することによって民間の資金需要を助け（資金の需給逼迫を緩和し）、経済成長を促すという政府部門向け非市場性国債発行のメリットを示している²⁷⁾。

ここで本題に戻り、基金向けに非市場性国債を発行することが市場性国債の市場に及ぼす影響を分析していこう。政府の目的は、 E_t 、 B_t 、 p_t を所与として予算制約(4)の下で、将来に亘る Y 世代と O 世代の効用を最大化するよう D_{1t} と G_t を決定することと仮定する²⁸⁾。これは次のように定式化することができる。

$$\text{Max}_{(D_t, G_t)} E_0 \left[\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(C_t^Y + C_t^O) \right] \quad (5)$$

s. t. (4)式

ここで、

$E_t[\cdot]$: t 期において利用可能な情報に基づ

く条件付期待値演算子

β : 政府の将来に対する主観的割引率 ($0 < \beta < 1$)

$u(\cdot)$: (社会的)効用関数, $u' > 0, u'' < 0$ である。

この動学的最適化問題を解くと、1階の条件から次の関係が導かれる。

$$\beta \frac{1+r_t}{p_t} = E_t \left[\frac{u'_t}{u'_{t+1}} \right] \quad (6)$$

ここで、 $u'_t \equiv \frac{d}{d(C_t^Y + C_t^O)} u(C_t^Y + C_t^O)$ である。

(1), (2)式より $\tau, Y_t, p_t, D_{1t}, D_{1t-1}, r_{t-1}$ が一定のとき、 $d(C_t^Y + C_t^O) = -d(E_t - B_t)$ だから、(6)式より

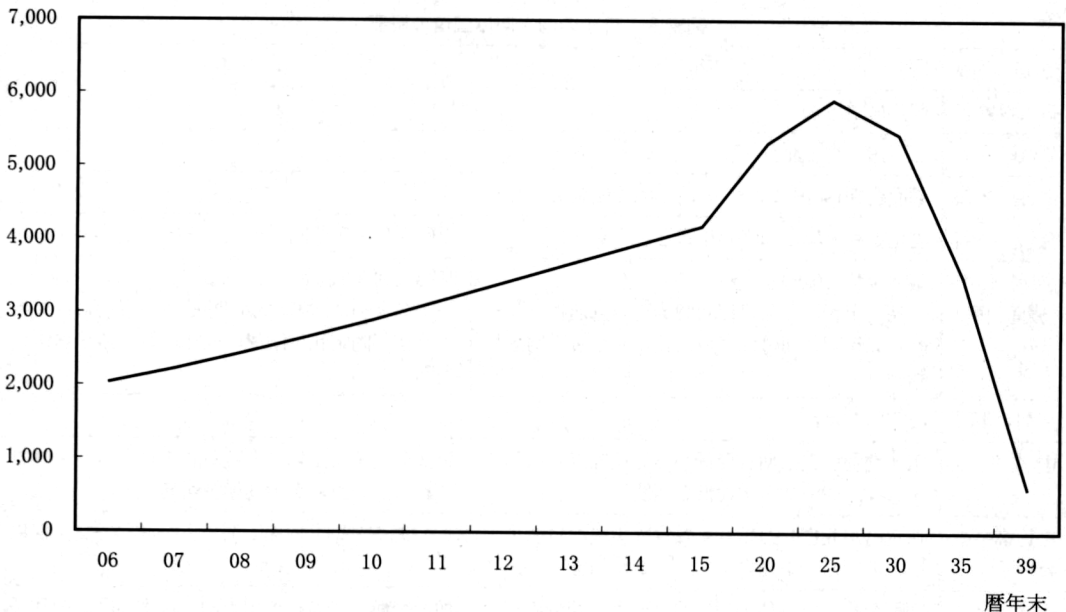
$$\frac{\partial}{\partial (E_{t+1} - B_{t+1})} \left(\beta \frac{1+r_t}{p_t} \right) = E_t \left[\frac{u'_t u'_{t+1}''}{(u'_{t+1})^2} \right] < 0$$

が示される。これは、所与としていた系列が将来に亘って減少していく、つまり基金の残高が每期減少していったとき、市場性国債の収益率(政府にとっては市場性国債の発行コスト)が上昇することを示している。つまり、基金向けに非市場性国債を発行することのメリットは市場性国債の市場に対する供給圧力を緩和できることにある。逆に、基金残高が減少する過程では、国債全体の発行圧力が緩和されない限り市場性国債の供給圧力が増幅されることとなる。

アメリカの社会保障信託基金についての将来

図表7 アメリカの社会保障信託基金残高の将来推計

(10億ドル)



[注] 1) 名目ベースの中位推計。

2) 40年末には残高が消滅すると推定されている。

[出所] SSA [2006] から作成。

推計 (SSA [2006]) によると、ベビーブーム世代の退職と人口高齢化により基金残高 (中位推計) は26年にピークを打った後、急速に減少し、40年には残高がゼロとなる見通しである (図表7)。したがって、上述の論理からすると、27年以降は市場性国債の供給圧力が増大しよう。

V. 結論——日本へのインプリケーション

以上、英米における非市場性国債の現状について説明してきた。貯蓄国債、政府部門向け非市場性国債のいずれについても、両国とも類似の制度を有しているが、次のような特徴がある。

- ・イギリスでは政府部門向けより貯蓄国債および貯蓄口座を含む貯蓄投資商品を財政資金の

ファイナンスに積極的に活用している。

- ・アメリカでは社会保障基金など政府基金の運用に政府部門向け非市場性国債を積極的に活用している。

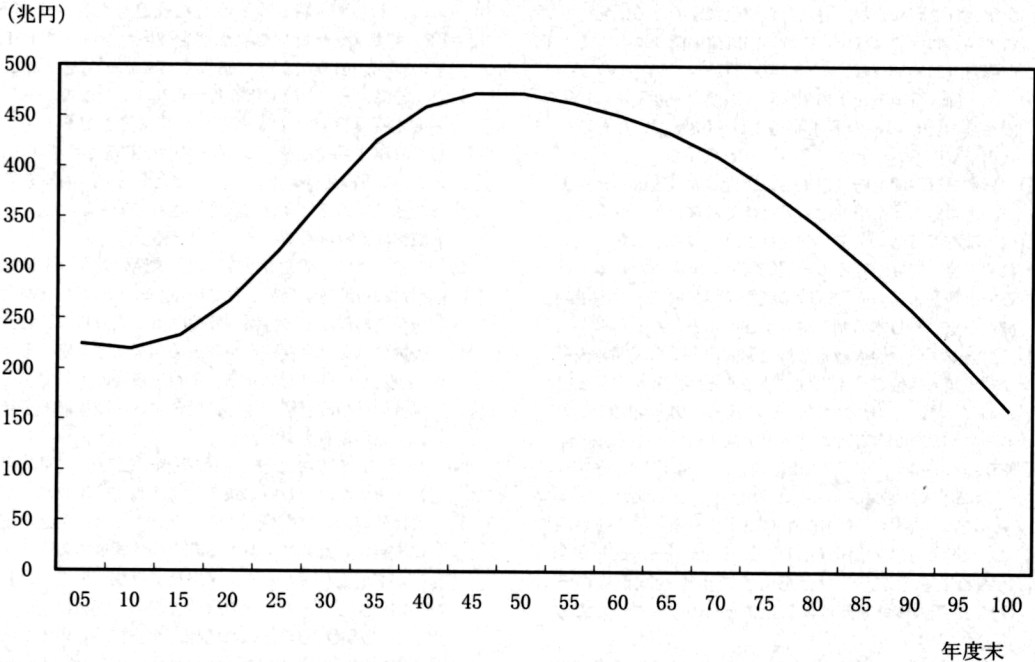
非市場性国債を発行する大きなメリットの1つに、市場性国債の供給圧力を緩和できる点が挙げられる。総国債残高 (貯蓄口座を除く) に占める非市場性国債残高の比率はイギリス (05年度末) で17.1%に対して、アメリカ (06年度末) は49.4%にも上っている。特に政府部門向け非市場性国債 (政府勘定シリーズ) の残高だけでも43.8%に上り、この点から見れば、アメリカは市場性国債の供給圧力を緩和するために、非市場性国債を積極的に活用している。しかし、将来的にこの戦略は1つの危うさを孕んでいる。政府勘定シリーズの50%以上を社会保障信託基金が保有しているが、同基金の残高は27年以降急速に減少する見通しであり、その場

図表8 日本の個人向け国債の概要

償還期限	5年	10年
購入対象者	個人に限定	
最低購入額	1万円・パー発行	
償還金額	額面金額100円につき100円 (中途換金も同じ)	
金利	固定金利・年2回 (半年ごと) の支払い	変動金利・年2回 (半年ごと) の支払い
金利水準 (表面利率)	基準金利-0.05% —基準金利は、募集期間開始時の直前に行なわれた5年固定利付国債の入札における平均落札利回り	基準金利-0.80% —基準金利は、募集期間開始時の直前に行なわれた10年固定利付国債の入札における平均落札利回り
金利の下限	0.05% (年率)	
中途換金	第4期利子支払期 (発行から2年経過) 以降であれば、いつでも中途換金可能	第2期利子支払期 (発行から1年経過) 以降であれば、いつでも中途換金可能
中途換金の特例	保有者が死亡した場合または大規模な自然災害により被害を受けた場合は、上記各利子支払期以前であっても中途換金することが可能	
中途換金時の買取金額	額面金額+経過利子相当額-最大4回分の利子 (税引前) 相当額	額面金額+経過利子相当額-最大2回分の利子 (税引前) 相当額

(出所) 財務省資料から作成。

図表9 日本の公的年金残高の見通し



〔注〕名目ベース。

〔出所〕厚生労働省、『平成16年財政再計算に基づく公的年金制度の財政検証』から作成。

合、国債全体の発行圧力が緩和されない限り、市場性国債の供給圧力が急速に大きくなると予想される。

では、日本はどうであろうか。本稿の冒頭で定義した非市場性国債として日本で発行されているものは、貯蓄国債である年限5年、10年の個人向け国債しかない（図表8）。しかし、その導入が03年3月（5年物は06年1月に導入）と遅かったにもかかわらず、低金利下で定期預貯金の代替商品として好調な需要に支えられたことから、その残高は06年9月末で20.7兆円、総国債残高に占める比率は約3%に達している²⁹⁾。

最後に、日本における政府部門向け非市場性国債発行について考えてみよう。政府部門向け非市場性国債の引受先として考えられるのは、社会保障基金の公的年金であろう。06年9月末

時点での残高は218.3兆円あり、そのうち58.0兆円を国債（財政融資資金特別会計国債を含む）で運用している。一方、04年度の財政再計算によれば、公的年金の残高は45年度まで拡大し、その後減少に転じる見通しである（図表9）。したがって、今後、市場性国債の供給圧力を緩和するためにも公的年金の運用に対して非市場性国債を発行してはどうであろうか。しかし、46年度以降は、公的年金の積立金が減少に転じる見通しであることから、市場性国債の圧迫要因となるため、それまでの間に国債の総発行額を減らすよう財政再建を図る必要があることは言うまでもない。

注

- 1) 財務省も、満期保有を前提とする非市場性国債を銀行などの金融機関向けに発行することを検討している（2006年6月22日付日本経済新聞）。

- 2) 交付国債、出資・抛出国債も市場での流通(売買)が予定されていないが、財政上の資金調達のために発行されているわけではない。これらの国債の概要については財務省 [2006] (44頁)を参照されたい。
- 3) 例えば、日本の10年物個人向け国債の表面利率は10年固定利付国債の平均落札利回りから0.8%引いたものを適用している。
- 4) 日本では、明治時代以来第二次世界大戦後にいたるまで、必ずしも非市場性のものだけではないが、個人向けの少額貯蓄債券(公債)が発行されている。しかし、それらの発行制度が短期の時的限的なものであったため、ここでは現在の個人向け国債の制度を恒久的な貯蓄国債制度とみなし、日本の制度導入を2003年とした。
- 5) フランスの一般大蔵省証券は個人以外にも民間非金融企業も購入可能な非市場性国債であるが、99年以降発行されていない。そのため、その残高は01年末の14.2億ユーロ(92-01年末平均でも19.8億ユーロ)から、02年末5.6億ユーロ、03年末2.0億ユーロ、04年末1.5億ユーロ、05年末1.3億ユーロへと急減している。なお、フランスでは長期固定利付国債(OAT)の個人消化を目的に、95年から個人消化OAT(OAT particuliers)が発行されているが、これはあくまで市場性国債であるOATを個人投資家向けに販売するためのスキームである。
- 6) 本稿では特に断らない限り証券形態のもののみ考察の対象とし、口座形態のものは考察の対象外とする。
- 7) アメリカの貯蓄債券制度は林 [1999], US Treasury [2004] が詳しい。
- 8) 給与天引制度は、同制度に登録後、給与から定期的に貯蓄債券を購入できるシステムである。同制度を利用した場合、債券の券面にかかわらず登録した金額が自動的に給与から天引きされ、貯蓄債券の購入に充当される。
- 9) 01年12月11日以降に金融機関を通じて購入したシリーズEEは特別に「愛国者債券(Patriot Bond)」と命名されている。これは、国家の反テロリズム活動への支持を表す1つの方法としてアメリカ国民に提供されたものである。ただし、その性質は従来の現物ベースのものと同じである。また、この債券の発行によって得られた資金は他の国債と同様に財政資金として使用され、特に反テロ活動のためだけに用いられるわけではない。
- 10) NS&Iは英大蔵省のエグゼクティブ・エージェンシーである。その基本的な責務、組織等についてはNational Savings [2000]を参照されたい。
- 11) 詳しくは斉藤 [1999] (第3章)、全国銀行協会 [2000]を参照。
- 12) 国民貯蓄証書はさらに慈善団体、共済団体等の団体による購入も可能である。なお、アメリカと異なり、居住、国籍等に関する制限は購入条件に記されていない。
- 13) イギリスの場合、アメリカと違い、貯蓄国債に額面(券面)はなく、購入単位は商品ごとに定められた購入条件で異なる。
- 14) さらに、金融市場の革新に応じて商品自体の改廃、新設も適宜行われている。
- 15) 元本保証のシステムについてはHM Treasury [2003], (p.27)を参照。
- 16) シリーズH/HH(満期20年)は現金での購入が認められておらず、購入後6カ月が経過したシリーズE/EE、貯蓄ノートないしは満期を迎えたシリーズHHからの乗換えのみによって購入することができる。ここで、貯蓄ノートとは67年5月から70年6月まで、シリーズEと抱き合わせて販売された貯蓄債券である。ただし、04年8月をもってシリーズE/EE等からシリーズHHへの乗換えは廃止された。したがって、04年9月以降シリーズHHは発行(販売)されていない。
- 17) 厳密には94年度末がピークである。
- 18) ドイツでは貯蓄国債以外に非市場性の個人・企業向け割引大蔵省証券が発行されているが、1人当たりの購入制限があるなどその性格は貯蓄国債に類似している。
- 19) 少数の基金は余剰資金を非市場性国債で運用せず、単に預金として保有している。また、議会によって非市場性国債以外の政府機関債等に投資する特別な権限を与えられている基金もある。
- 20) 基金が保有する債務は内部債務(政府部門間での貸借)を表すため、政府の統合財務諸表には現れないが、それは政府の債務を構成する。というのは、基金が支払いに充当するために保有する非市場性国債の償還(払戻し)が必要となったとき、米財務省は払い戻さなければならぬからである。このような場合、同省は増税、歳出削減、公衆からの借入れ増加、債務買戻しの削減(統合予算が黒字の場合)またはそれらの組合せによって払戻金を調達しなければならない。
- 21) 社会保障信託基金の場合、次の順番で払い戻される。①残存期間が最も短いもの、②同一の残存期間の中では、最も表面利率の低いもの。
- 22) 初期の減債基金の構想は1968年国家貸付法(National Loan Act 1968)によって取り除かれた。ただし、3.5% Conversion Stockを払い戻すために特定の減債基金がその目論見書の条件に従ってまだ運営されている。CRNDの減債機能を示すものとしては、寄贈・遺贈基金が唯一残っている。これは、国家債務の削減のために寄贈もしくは遺贈された資金、または不動産(財産)のような有形資産を国債の買入消却に用いるために管理する基金である。
- 23) その他に北アイルランド国民保険基金投資勘定(06年末残高9億3,000万ポンド)、科学技術・芸術国家基金投資勘定(同2億5,000万ポンド)、北アイルランド裁判(所)サービス投資勘定(同1億2,300万ポンド)、オリンピック富くじ分配基金投資勘定(同7,100万ポンド)、請求されない債券、配当(利息)および償還金投資勘定(同3,300万ポンド)などがある。
- 24) イギリスの場合、従来タップ発行を通じて過去に発行された既発銘柄をリオープンすることが多かった(現在は通常の発行入札を通じてリオープンが行われている)。このタップ発行であれば基金の目的に合致した既発銘柄をNILO債として基金向けに発行することができる。
- 25) イギリスにおける公的年金はほぼ完全な賦課方式であるため、積立金は給付費の2カ月分程度しかない。
- 26) ここでの議論はUS Treasury [2000], GAO [2001b]を参考にした。
- 27) このことは、90年代以降にアメリカで活発に議論され

た社会保障基金の一部を株式運用することについての本質的な論点でもある。この点についてはGAO [1998], 玉木 [2004a, b] を参照されたい。

- 28) 予算制約(4)の下で、政府が操作することができる変数は τ , D_{it} , G_t , E_t , B_t のうち4つである。本論では E_t と B_t を所与と仮定したから、操作変数は τ , D_{it} , G_t のうち2つであるが、ここでは D_{it} と G_t を操作変数とした。
- 29) 個人向け国債の発行予定額と販売額を比較すると以下のようにしており、平均的には販売額が発行予定額を大幅に上回っている。発行予定額(億円): 02年度-3,000, 03年度-12,000, 04年度-16,000, 05年度-51,000(補正後), 06年度-73,000(補正後)。販売額(億円): 02年度から06年度まで順に3,835, 29,671, 68,210, 72,712, 71,382。

参考文献

- 財務省 [2006] 『日本国債ガイドブック2006』。
- 斉藤美彦 [1999] 『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』日本経済評論社。
- 須藤時仁 [2006a] 「国債残高管理政策としての年金国債導入」, 『月刊 資本市場』No.245, 資本市場研究会, 42-62頁。
- 須藤時仁 [2006b] 「国債残高管理政策としての買戻し制度」, 『証券レビュー』第46巻第2号, 日本証券経済研究所, 76-93頁。
- 須藤時仁 [2006c] 「買戻し制度の日米英比較」, 『証券レビュー』第46巻第8号, 日本証券経済研究所, 98-113頁。
- 全国銀行協会 [2000] 『欧州主要国の郵便貯金の公社化』
- 玉木伸介 [2004a] 「公的年金積立金とその市場運用のマクロ経済的な位置付けおよび運用組織の果たすべき機能と独立性について」, *NIRA Working Paper Series*, No.2004-2。
- 玉木伸介 [2004b] 『年金2008年問題: 市場を歪める巨大資金』日本経済新聞社。
- 林 宏美 [1999] 「個人消化を目的とした米国貯蓄国債」, 『資本市場クォーターリー』, Vol.3-2 Autumn, 野村総合研究所, 176-188頁。
- HM Treasury [2003] *Debt and Reserves Management Report 2003-04*。
- National Savings [2000] *Framework Document*, October 2000 (Revised July 2001)。
- US Government Accounting Office (GAO) [1998] *Social Security Financing: Implications of Government Stock Investing for the Trust Fund, the Federal Budget, and the Economy*, GAO/AIMD/HEHS-98-74。
- US Government Accounting Office (GAO) [2001] *Federal Trust and Other Earmarked Funds: Answers to Frequently Asked Questions*, GAO-01-199SP
- US Social Security Administration (SSA) [2005] *The 2005 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds*。
- US Treasury [2000] *Treasury Responsibility in Investment Fund Administration: Report for the Secretary of the Treasury*。
- US Treasury [2004] *The U.S. Savings Bonds Owner's Manual*, August 2004。

付表1 アメリカの合衆国貯蓄債券商品

商品名	シリーズ EE	シリーズ I
特 徴	<ul style="list-style-type: none"> 額面の50%で発行 (例えば, 100ドル EE ボンドを購入するためには50ドル支払う) —購入単位は額面ベース 額面は50・75・100・200・500・1,000・5,000・10,000ドルの8種類 1人当り年間(暦年)に発行額3万ドル(額面では6万ドル)まで購入可能 	<ul style="list-style-type: none"> 額面で発行 —購入単位は額面ベース 額面の種類はシリーズ EE と同じ 1 社会保障番号につき年間(暦年) 3万ドルまで購入可能
利 息	<ul style="list-style-type: none"> 固定金利(半年ごとの変動金利) —毎年5月1日と11月1日に利率を公表。その利率は直近6カ月間における5年物財務省証券の平均利回りの90%として計算される —05年4月以前の発行分については, 購入から半年ごとに公表された利率で利息が計算されていた —05年5月以降の発行分については, 発行時点での利率が満期または換金時まで適用される 発行後20年で額面金額に達することを保証 債券の価値は毎月上昇し, 半年複利 —利息は換金時に支払われる 利息支払いは最長30年 	<ul style="list-style-type: none"> インフレ連動型金利 —固定利率部分およびCPI-Uに基づく半年間のインフレ率として計算 —固定利率は, 毎年5月1日と11月1日に発表 収益水準に対する保証はない 一般的に債券価値は毎月上昇し, 半年複利(デフレ時の債券価値は不変) —利息は換金時に支払われる 利息支払いは最長30年
換 金	<ul style="list-style-type: none"> 購入から12カ月経過後はいつでも換金可能 購入から5年以内に換金する場合は, 換金時に3カ月分の利息が控除される 金融機関はIRS フォーム1099-INTに基づいて利息収益(換金価値と購入価格の差額)を報告する 認定された教育資金に使用する場合の免稅措置がある 	
税 金	<ul style="list-style-type: none"> 利息収益について州および地方の所得税が免除されるが, 連邦所得税, 連邦と州の遺産税, 相続税, 贈与税, その他消費税は免除されない —満期到来または換金するまで利息収益に係る連邦所得税は繰り延べることができる 教育に関する税免除(教育貯蓄債券プログラム): 以下の条件に加えその他特定の条件を満たす場合, 貯蓄債券からの収益に対する連邦所得税(全額または一部)が免除される —連邦補助資格を受けている高等教育機関またはプログラムに係る授業料および諸経費に, 当年換金した貯蓄債券からの収益を用いる場合 —換金したときの家計所得が, 税免除を申請するためのガイドラインを満たしている場合 	
購入資格者	<ul style="list-style-type: none"> 次のいずれかに属する者 —アメリカ本土, その領土もしくはプエルトリコの居住者または海外に居住する米国民 —アメリカの民間被用者および軍隊のメンバーで社会保障番号(SSN)を有する者 —アメリカで働き, SSNを有し, かつその雇用者が貯蓄債券購入費用の給与天引プラン(PSP)を提供しているカナダまたはメキシコの居住者 米財務省公債局が指定する地域(Circular, No.655(31 CFR Part211.1))に居住していない限り, 米国外に居住している米国民以外の者を共同所有者または受益者として指名することができる 登録には単独所有, 共同所有(2名), 受益者所有(所有者と受益者を登録)がある 贈り物または商品として他者名義で購入することも可能 	
その他	<ul style="list-style-type: none"> 利息が毎月発生し, 累積された利息が半年ごとに債券の価値に付加されていく利息増加型債券(登録債) 	

〔注〕1) 07年3月時点。

2) 現物ベースの特徴。電子ベースのものについては購入に係る金額・単位・上限, 購入後の登録, 換金などに相違がある。

〔出所〕US Treasury [2004] から作成。

付表2 イギリスの貯蓄国債商品

商品名—年限	金 利	最低投資額と上限 (ポンド)	購入資格者	払戻し(換金)	そ の 他
割増金付貯蓄債券 (Premium Bond)	• ある一定の金利が想定されているが、実際には支払われず、毎月の抽選による賞金として保留 —賞金については非課税	• 100—3万	• 16歳以上の個人 —16歳未満の個人でも、両親、保護者(後見人)、(曾)祖父母による保有可	• 通常は手続き後7営業日以内	• 抽選により毎月最高100万+10万ポンドの賞金が当たる政府債券。既発債の利息総額が賞金の原資となる
確定利付貯蓄証書 (Fixed Interest Savings Certificate) —2・5年	• 固定金利 —非課税	• 100—15,000 —上限は回号(銘柄)当り —満期到来分を更新する場合には上限なし	• 個人 —共同名義 —受託者名義 —NS & IのDirectorに承認を受けた慈善団体などの団体	• 通常は手続き後7営業日以内 —購入後1年未満で中途換金した場合は無利息。1年以上経過後満期到来前に中途換金した場合は購入時の条件による	• 確定利付政府債券。回号制
物価連動貯蓄証書 (Index-linked Savings Certificate) —3・5年	• インフレ連動型金利 —非課税				• 利息が物価(小売物価指数)に連動する政府証券。回号制
所得債券 (Income Bond)	• 変動金利 —投資残高(現在では2.5万ポンド)に応じて格差あり —課税(源泉徴収なし)	• 500—100万 —単独または共同名義合計	• 個人 —共同名義(2名) —2名以下の個人のための受託者名義	• 通常は手続き後7営業日以内 —BACS (Banker's Automated Clearing Service) を通じた口座振替	• 毎月利息が支払われる政府債券
年金受給者向け収入保証債券 (Pensioners Guaranteed Income Bond) —1・2・5年	• 固定金利 —課税(源泉徴収なし)	• 500—100万 —単独または共同名義で保有する全回号合計	• 60歳以上の個人 —共同名義(2名、ともに60歳以上) —2名以下の個人(ともに60歳以上)のための受託者名義	• 満期の場合には通知不要だが、満期到来前の場合には60日前に通知が必要(通知後の利息はなし)。通知しない場合には90日分の利息が差し引かれる —BACSを通じた口座振替	• 60歳以上を対象とした政府債券。利息は毎月支払われる。回号制

キャピタル・ボン ド (Capital Bond) — 5年	・固定金利 —課税。ただし、 利息が元本に付 加されている間 は非課税	・100—100万 —単独または共同 名義で保有する 全回号合計	・個人 —共同名義(2 名) —2名以下の個人 のための受託者 名義	・通常は手続き後 7営業日以内 —購入後1年未満 で中途換金した 場合は無利息	・購入時から1年 ごとに利息が元 本に付加され、 複利運用される 政府債券。回号 制
子供ボーナス債券 (Children's Bonus Bond) — 5年 —子供の年齢が21 歳になるまで	・固定金利 —子供が21歳にな るまで5年ごと に金利が見直さ れる —5年ごとおよび 子供の21歳の誕 生日にボーナス あり —非課税(子供が 課税年齢に達し た場合も)	・25—3,000 —購入単位は25ポ ンド —上限は回号ご と、子供1人当 り	・16歳未満の子供 を持つ両親また は保護者	・通常は手続き後 7営業日以内 —購入後1年未満 で中途換金した 場合は無利息。 1年以上5年未 満で中途換金し た場合は、5年 目のボーナス利 息が差し引かれ た利率が適用さ れる	・16歳未満の子供 を持つ保護者が 利用可能な政府 債券。5年債だ が、子供が21歳 になるまで更新 することが可能。 回号制
確定利付貯蓄債券 (Fixed Rate Savings Bond) — 1・3・5年	・固定金利 —投資残高(現在 では500・2 万・5万ポ ンド)に応じて格 差あり —20%の源泉課 税。標準および 低率被課税者は それ以上の負担 はない	・500—100万 —単独または共同 名義で保有する 全回号合計	・16歳以上の個人 —共同名義(2 名) —2名以下の個人 のための受託者 名義	・通常は手続き後 7営業日以内 —満期到来前に中 途換金した場 合は90日分の利息 が差し引かれる —BACSを通じ た口座振替	・毎月利息を受け 取るか、または それを再投資し て複利運用する かの選択ができ る確定利付政府 債券。回号制
元本保証株式(イ ンデックス連 動)債券 (Guaranteed Equity Bond) — 5年	・金利の概念はな い —債券からの収益 に源泉徴収はな いが、総合課税 の対象	・1,000—100万 —共同名義の場合 は200万	—	—	・利息は付かない が、収益が FTSE 100株式 インデックスの 成長率に連動す る政府債券。回 号制。投資期間 中にFTSEイン デックスが低下 した場合でも 購入元本は保証 される。回号制

[注] 1) 07年3月時点。

2) 満期は購入時点から計算。

[出所] NS&I資料から作成。

付表3 アメリカにおける主要な基金の概要

基金名	公務員退職・障害基金	医療健康保険（メディケア）信託基金	軍隊退職基金
性 格	Nonrevolving Trust Fund		
概 要	<ul style="list-style-type: none"> 連邦公務員に対する2つの主要な退職システム—公務員退職システム（CSRS）と連邦職員退職システム（FERS）—の確定給付部分をカバーする基金。これら2つの退職プランによって連邦公務員の約9割がカバーされている。ただし、84年以降、CSRSは新規加入を受け入れていない。 	<ul style="list-style-type: none"> 当該基金は、連邦入院保険信託基金（Part A: HI）と連邦補足的医療保険信託基金（Part B: SMI）から構成される。 Part Aは、40四半期（10年）以上の適格（稼得）期間を有する65歳以上の米国民、24カ月（2年）以上に亘って社会保障障害者給付を受けた者、大部分の腎臓病患者（ESRD）を対象に、入院患者病院、熟練の看護施設、ホームヘルス、ホスピス・サービスの利用をカバーしている。 Part BはPart Aの対象者が、医師（内科医）のサービスから臨床検査に及ぶ広範な院外サービスに対するカバレッジを任意で購入するプログラム。 	<ul style="list-style-type: none"> 軍人の退役または障害退役に対する給付および死亡した退役軍人の適格遺族への遺族給付を提供する。 受給者は拠出負担しない確定給付プラン。
運用方針	<ul style="list-style-type: none"> 利付米政府証券に投資。場合によっては連邦機関債に投資することもある。 	<ul style="list-style-type: none"> 利付米国債または米政府により元本および利子が保証されている債券にのみ投資することができる。これらの投資は米財務省が決めた額面で行われる（つまり、額面購入・償還）。 	<ul style="list-style-type: none"> 非市場性の特別銘柄の財務省証券に投資。
国債による運用残高	Special Issue: 685,423 Market Based: — Marketable: — Agency Securities: —	[Part A] [Part B] Special Issue: 305,387 32,360 Market Based: — — Marketable: — — Agency Securities: — —	Special Issue: — Market Based: 202,730 Marketable: — Agency Securities: —

基金名	郵便サービス基金	社会保障信託基金	失業信託基金															
性 格	Public Enterprise Fund (Off-budget)	Nonrevolving Trust Fund(Off-budget)	Nonrevolving Trust Fund															
概 要	<ul style="list-style-type: none"> 郵便サービスから得た収益の管理。 	<ul style="list-style-type: none"> 労働者およびその遺族、障害者に対して毎月、退職給付（年金）を提供するプログラム。ほとんどの労働者はこのプログラムへの参加が強制される。 当該基金は、連邦老齢・遺族保険信託基金（OASI）と連邦障害者保険信託基金（DI）から構成される。 前者（OASI）に基づいて、労働者は65歳（と2カ月）で退職し、年金の完全給付を受けることができる。ただし、62歳で早期退職し、減額された給付の選択をすることもできる。Social Security Administrationの管轄である。 後者（DI）は、健康状態により長期に亘り実質的な収入活動に従事することが不可能な労働者に給付を行うプログラム。連邦政府と州政府（Disability Determination Services）によって管理されている。 	<ul style="list-style-type: none"> 連邦、州および鉄道の失業保険システムを提供。 失業給付は次の2つの目的を持って行われる。 経済的理由（経済不況など）により失職した労働者の賃金の一部を補填することを通じて一時的な救済を提供する。 不況期の経済安定に資する。 															
運用方針	<ul style="list-style-type: none"> 非市場性の財務省証券に投資。 	<ul style="list-style-type: none"> 両基金とも、利付米国債または米政府によって元本と利子が保証されている債券にのみ投資することができる。これらの投資は、財務省特別銘柄および債券の2つで構成される。特別銘柄はこれらの信託基金向けの特別な財務省証券であり、それらは常に額面で購入・償還される。 	<ul style="list-style-type: none"> 非市場性の財務省負債証券および特別銘柄の財務省証券に投資。 															
国債による運用残高	Special Issue: — Market Based: 818 Marketable: — Agency Securities: —	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">[OASI]</td> <td style="text-align: center;">[DI]</td> </tr> <tr> <td>Special Issue:</td> <td style="text-align: center;">1,845,339</td> <td style="text-align: center;">203,922</td> </tr> <tr> <td>Market Based:</td> <td style="text-align: center;">—</td> <td style="text-align: center;">—</td> </tr> <tr> <td>Marketable:</td> <td style="text-align: center;">—</td> <td style="text-align: center;">—</td> </tr> <tr> <td>Agency Securities:</td> <td style="text-align: center;">—</td> <td style="text-align: center;">—</td> </tr> </table>		[OASI]	[DI]	Special Issue:	1,845,339	203,922	Market Based:	—	—	Marketable:	—	—	Agency Securities:	—	—	Special Issue: 65,909 Market Based: — Marketable: — Agency Securities: —
	[OASI]	[DI]																
Special Issue:	1,845,339	203,922																
Market Based:	—	—																
Marketable:	—	—																
Agency Securities:	—	—																

[注] 1) 07年3月末時点。

2) 国債による運用残高は06年末の数値であり、単位は100万ドル。

3) “Special Issue”, “Market Based” は各々本論で説明している“PVS”と“MK”に該当する。

[出所] GAO [2001b], 米財務省 HP に公表されている資料 (*Investment Funds Summary Holdings Report*) などから作成。

付表4 イギリスにおける主要な基金の概要

投資勘定名	国民保険基金	裁判所基金	国民富くじ分配基金	破産サービス	国民貯蓄銀行基金
概要	<ul style="list-style-type: none"> 1973年と1975年の社会保障法に基づく国民保険（社会保険）スキームの経常勘定を管理する基金。十分なファンド（約2～6カ月分の給付支払分に相当）を保有することによって、抛出と給付の変動を滑らかにし、例えば、景気後退期や流感の時期など不測の給付増加に対処するための資金源を供給する。 	<ul style="list-style-type: none"> 裁判の原告が最高裁判所または地方裁判所に預けた資金を管理する基金。基本投資勘定と特別投資勘定とがあり、各勘定に対して英大蔵省の同意に基づいて Department for Constitutional Affairs によって決められた利子（現在では基本勘定：4%、特別勘定：6%）が支払われる。 	<ul style="list-style-type: none"> 国家宝くじ売上金の一部（約28%）を運用する基金。 	<ul style="list-style-type: none"> 倒産および会社清算に伴い生じた資金（ファンド）を管理する基金。 従来、自発的清算者もこの基金への預入は強制的であったが、2002年企業法（Enterprise Act 2002）により、04年4月から自発的清算者はこの基金にそのファンドを預けるか否かの選択ができるようになった。 	<ul style="list-style-type: none"> NS&Iの普通口座勘定を管理する基金。 85年から94年までは、この基金の運用益（利息収入）から預金者への利息支払分およびその他諸経費を差し引いた額（余剰収入）の95%を英大蔵省（CF）に繰り入れていたが、95年以降は100%を繰り入れている。
運用方針	<ul style="list-style-type: none"> 高水準の流動性維持、基金の資本価値維持と収益確保の目的の下で、約20年までの満期帯に属する広範なギルト債で運用する。 	<ul style="list-style-type: none"> 十分な流動性の維持、原告に支払う利子および裁判所基金庁とCRNDの管理費を賄うだけの収益を生み出すよう運用する。 上記の利子および管理費を上回る余剰収入は統合基金（CF）に繰入れられる反面、利子の不足分はCFから補填される。 	<ul style="list-style-type: none"> リスク・フリーの短期流動性債券で運用する。 	<ul style="list-style-type: none"> 基金の資本を維持すること、資金の預入者の流動化要求に備えること、および中期的に収益を最大化することを投資政策としている。 上記04年4月からの制度変更によって、ファンドの安定性が損なわれる可能性が増した。そこで、従来保有していた（長期）ギルト債は04年2月中に処分され、その売却益は Debt Management Account Deposit Facility の短期預金に預け入れられた。 	<ul style="list-style-type: none"> （旧）普通口座勘定の資金は政府証券または政府保証債に投資される。
残高	37,771	5,218	1,838	1,397	924

ギルト 債残高	05年度末残高：35,378 残存期間内訳 1年以下：19,735 1年超5年以下： 12,384 5年超10年以下： 2,825 10年超：433 残存期間1年超を中心 に、残高の5割程度は NILO債と推測され る。	04年2月末残高： 4,147 内訳 市場性ギルト債：18 NILO債：4,129	03年度末： 2,720 CRNDに よる投資残 高であり、 内訳は不明 。保有して いるギルト 債のほとん どはNILO 債と推測さ れる。	03年度末：0	04年度末（政府保証債 等を含む）：957 CRNDによる投資残 高であり、内訳は不 明。ただし、保有して いるギルト債のほとん どはNILO債と推測 される。
------------	---	---	--	---------	---

[注] 1) 07年3月末時点。

2) 基金残高は06年末の数値。基金残高とギルト債残高はいずれも時価ベースであり、単位は100万ポンド。

3) 国民貯蓄銀行基金につき、NS&Iが03年に「引出しが簡単な貯蓄口座（Easy Access Savings Account）」を新設して、普通口座に置き換えることを発表した。この新型口座は04年1月29日から預金を受入れ、その時点から普通口座の新規開設はない。預金者が普通口座から新型口座または他の貯蓄投資商品に資金を移すに従い、この基金から資金が流出している。この基金は06-07年中に閉鎖され、基金が保有する資産は統合基金に移管される計画である。

[出所] CRNDのHPに掲載されている資料、NAOに提出された各基金勘定の報告書から作成。

(当研究所主任研究員)