

『国債管理政策;歴史と教訓』

2015. 4. 17

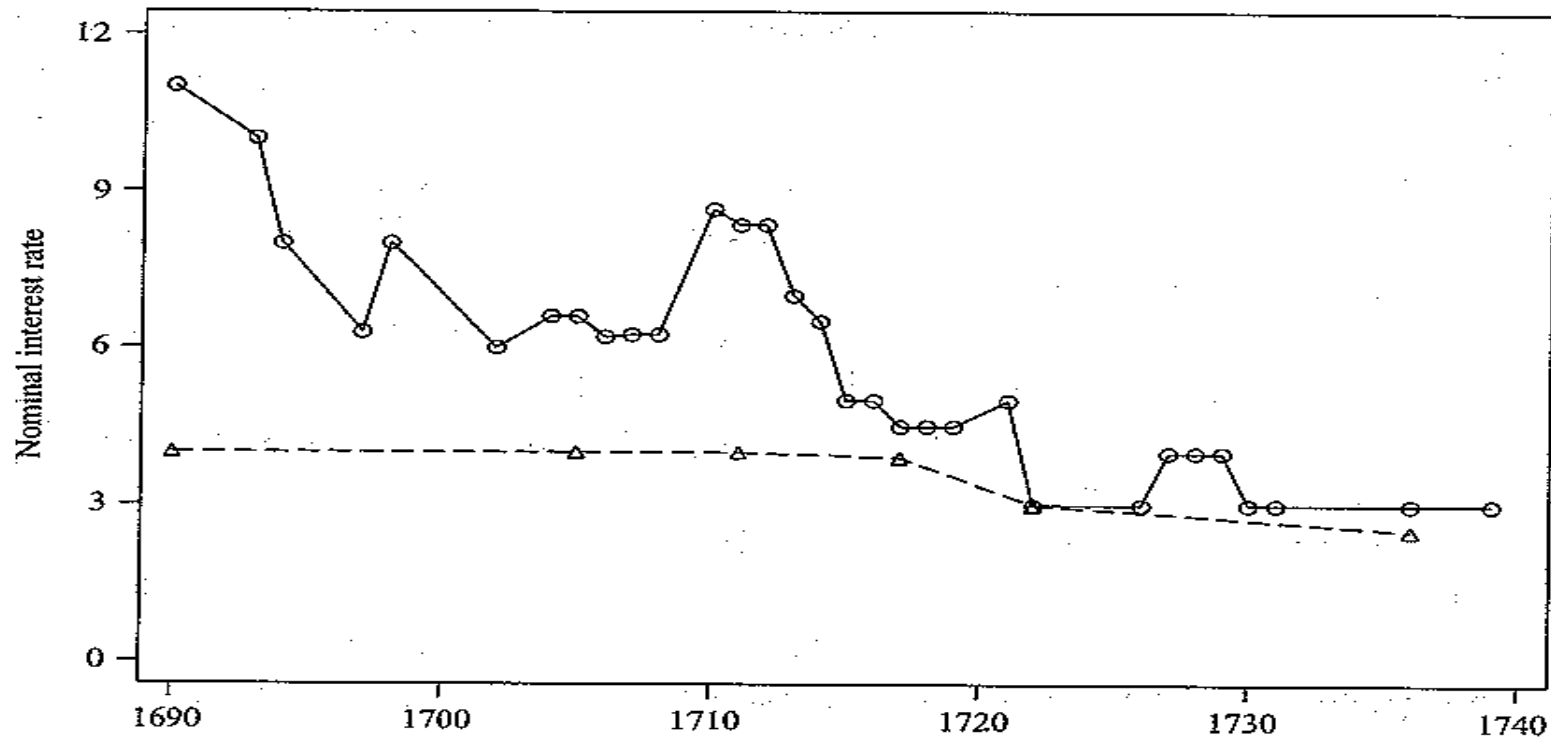
中央大学法学部教授
富田俊基

1. 信用リスクフリーで流動性の高い国債の誕生
2. 明治以降、日本国債に求められてきたリスク・プレミアム
3. 高橋財政のマーケットへのシグナル
4. アメリカ財務省と連銀のアコード、ボンド・コンバージョン
5. 今日への示唆
聞こえない「市場の警告」、21世紀日本の低金利傾向
物価安定、金利安定のアンカーは財政規律
国債管理に秘策も奇策もない; 1720年のデット・エクイティ・スワップ

1. 信用リスクフリーで流動性の高い国債の誕生

「国王の借金に対する議会による保証(1692年12月10日); 仏国王に対する戦争遂行のために巨額だが必要な支出を十分に了解し、陛下の臣民にとって最も負担とならない方法で供給したい」以降、国債を発行する毎に、その毎年の利払い費を生み出す新税を設けた。

イギリス国債とオランダ公債の発行金利



(注)オランダ公債はホラント州債の発行金利。1690年以前については拙著「国債の歴史」図表3-1を参照のこと。(出所) Stasavage[2003, p.78]

増税で利払費を担保

1672.1	デフォルトの発生(チャールズⅡ世)
1677	6%国債を銀行家に交付(銀行家年金)
1688.11.5	ホラント総督ウィリアムがデヴォン海岸上陸
1689.2	権利宣言、権利章典 文政費と軍事費の区分導入
1692.12.10	議会で国債に関する最初の法律が成立 トンティン年金国債の発行(ビール税等担保)
1693	終身年金国債の発行
1694	富くじ国債の発行(輸入塩関税担保)
1694	トン税法によるイングランド銀行の創設
1820	デビッドリカード 等価定理 ブリタニカ百科事典

「2000万ポンドをまとめて支払うか、100万ポンドを永遠に支払うか、120万ポンドを45年間支払うかという、3つの選択肢には差はない」

→1974年 ロバート・バロー Barro, Robert J. (1974) "Are Government Bonds Net Wealth?" J.P.E

銘柄統合によるコンソルの創設(1750年);流動性の向上

ペラムによる国債整理

単位:1000ポンド

発行年	クーポン (%)	(注)	担保及び利払基金	利下げ債 Reduced threes	コンソル Consols
1720	4	※ O	細工皿税	130	
1721	3	※	一般基金		38
1731.5	3	富 Δ O	羊皮紙税増税など		800
1736.5	3		減債基金		600
1739.5	3		減債基金		300
1742.6	3	Δ C	減債基金		800
1743.3	3	Δ C	蒸留酒税		1800
1744.3	3	富 Δ C	蒸留酒税		1800
1745.3	3	Δ C	仏ワイン輸入税		2000
1746.3	4	富 Δ C	ガラス製品税、蒸留酒税	2824	
1747.2	4	Δ O	新窓税	4189	
1747.3	4	富 Δ O	四輪馬車税	929	
1748.2	4	Δ O	輸入関税	6660	
1749.4	4	Δ ※	減債基金	2968	
1750.3	3	Δ ※ C	減債基金		1000
合計				17701	9138

(注)(富)は富籤国債、Δはイングランド銀行で所有名義の書き換えが行われた国債、※は短期債務の長期化、Oは直接市場発行、Cは引受会社を通じる発行、を示す。

(出所)Dickson[1967, pp.206, 218, 232, 242].

統合国庫資金 (CONSOLIDATED FUND) の創設

エドモンド・バーク議員の「経済」改革 (ECONOMICAL REFORM) 演説

大蔵大臣が国庫全体を統括できないことが、巨額の財政赤字と官僚腐敗の原因である。

これは一七八〇年二月十一日にエドモンド・バークが「議会の独立性の一層完全な保障とシビルリストその他の経済改革のための計画を下院に提出するに際して」と題して行った有名な演説の一節です。バークは、各省の各部局ごとに予算責任者が置かれ、各部局があたかも独立した帝国のように振る舞っており、大蔵大臣が国庫全体を統括できないことが巨額の財政赤字と官僚腐敗の原因であると指摘し、歳入と歳出の全体についての管理、監督権限を大蔵省に保障することが財政改革の要諦であると提案したのです。

当時のイギリスの海軍予算は、膨大な規模であったにもかかわらず、全体がただ一つの予算項目として議決され、各部局ごとの予算は議会統制から外されていました。このため、海軍の中に剰余金を積み上げた部局と巨額の赤字を発生させた部局とが併存し、赤字部局が巨額の海軍証券や食糧証券を発行していたのです。また、陸軍予算についても、フォックスという陸軍支払総監が、手元に積み上がった公金で七年戦争中に発行された国債を購入したり東インド会社の株価を操作したことが今日に伝えられています。

こうした部局優先の予算制度の改革を主導したのがエドモンド・バークです。バークは改革の具体化に向けて、すべての歳出入を議会の統制の下に置くための法律を成立させました。それは、海軍、陸軍の会計担当者の手元に置かれている資金をイングランド銀行に預託すること、現金の出入りを毎月大蔵省に報告すること、歳出を議会が定めた規則に従って大蔵省の統制に置くことを内容としていました。

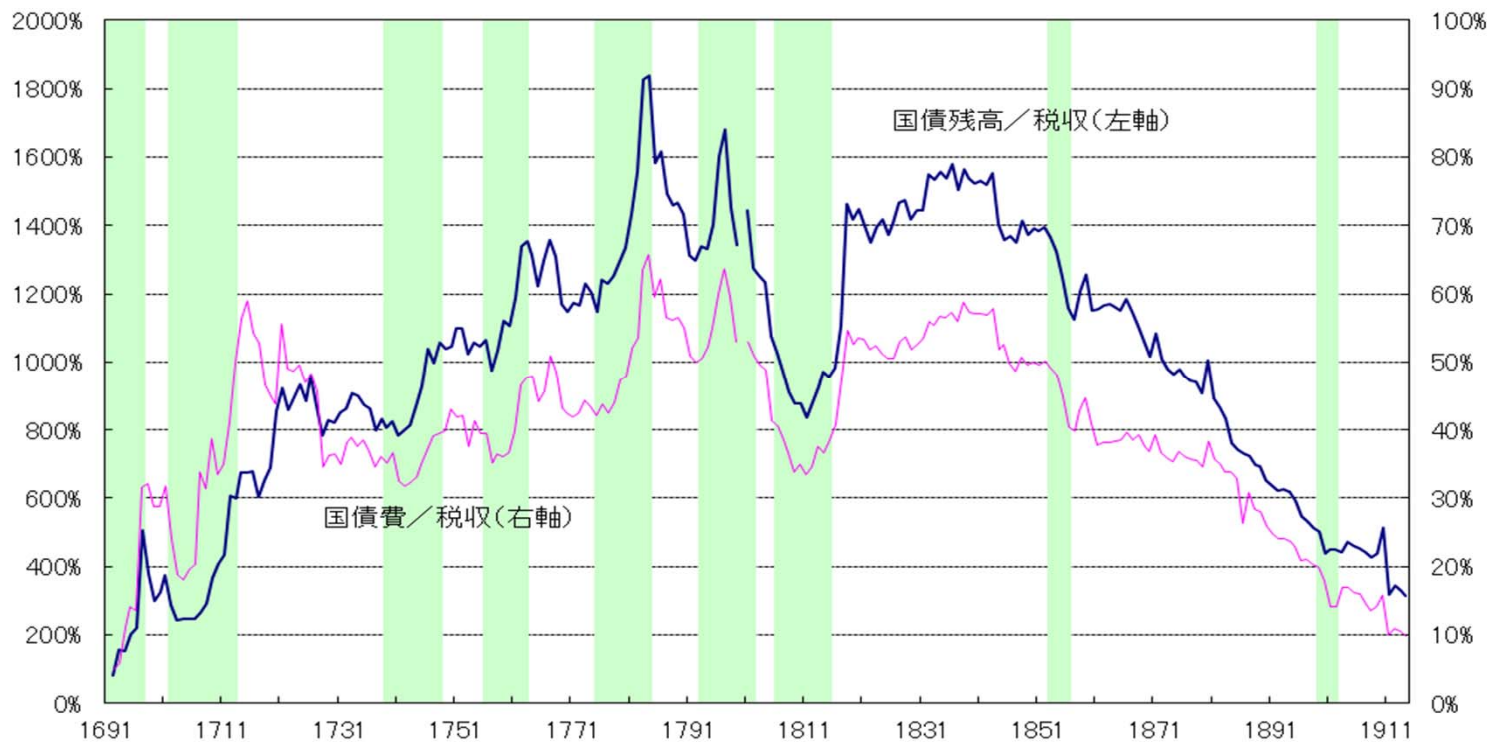
(資料) ROSEVEARE, HENRY, "THE TREASURY, 1660-1870", GEORGE ALLEN AND UNWIN LTD, 1973

(出所) 平成18年2月15日参議院決算委員会「特別会計の現状と課題について」参考人意見陳述、
富田俊基

ヴィクトリア朝時代; 国債市場の黄金期

国債残高は、ナポレオン戦争後1815年7.4億ポンドから1865年7.9億ポンドとほぼ横ばい、その後グラッドストーン内閣のもとで減債政策が採用され、1914年6.2億ポンドにまで減少。物価は1813年をピークに20年代初まで急落、その後約50年間安定し、73年から96年まで下落

国債残高と利払い費の対税収比(1691~1914年)



(出所) Mitchell[1988]、財政1, 2, 7表。拙著「国債の歴史」図表2-2

コンソル価格の際立った安定

1815年6月から1914年7月の間;前月比10%以上の価格変動なし、5%以上の変動もわずか14か月を数えるのみで1820年代に集中していた

3%コンソルの価格推移

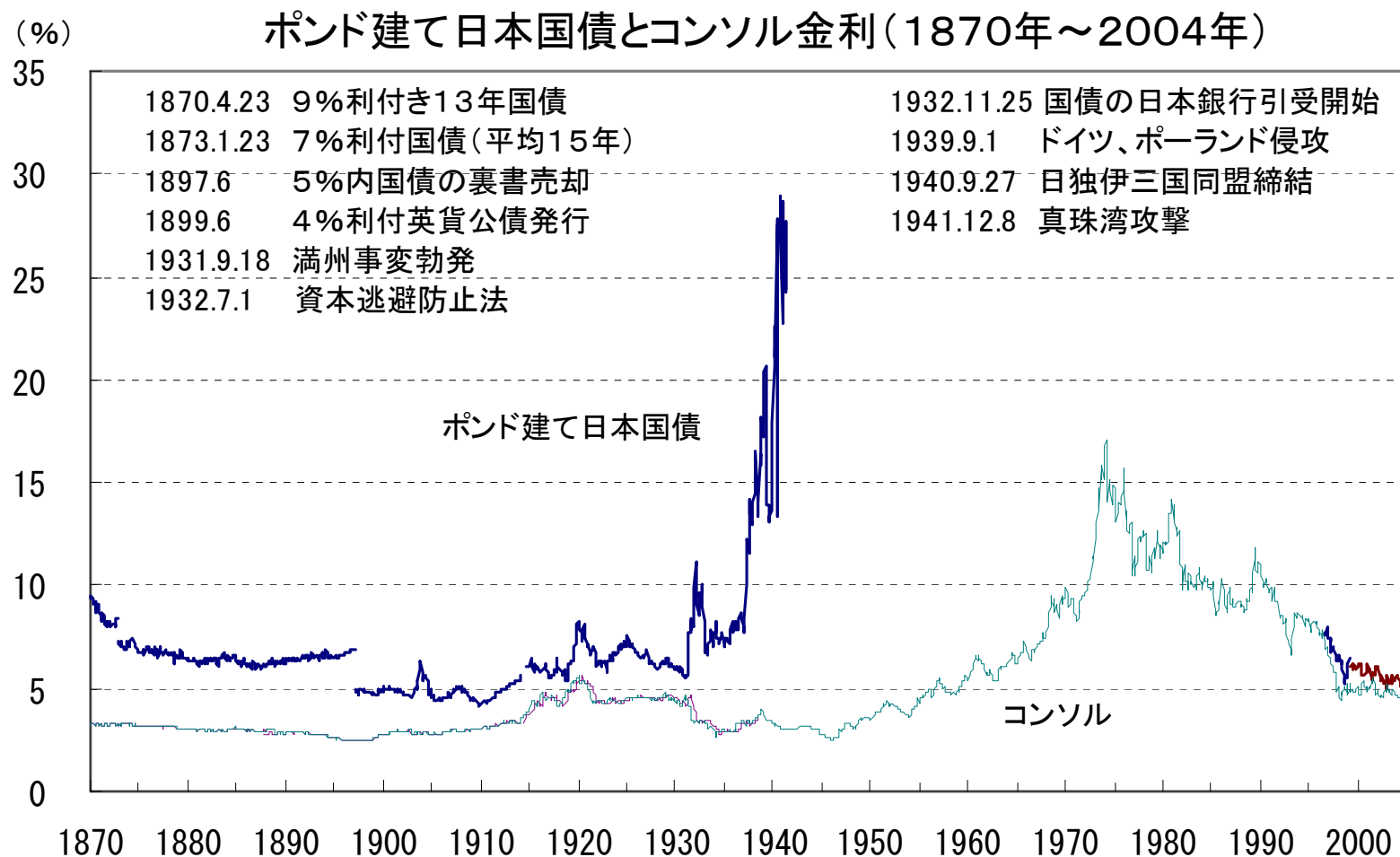


(注1)各月末値。1914年8月～12月は取引|停止のためデータ欠陥。

(注2)縦線は1815年6月、1914年7月を示す。

(出所) <http://www.globalfindata.com/> 拙著「国債の歴史」図表5-1

2. 明治以降、日本国債に求められてきたリスク・プレミアム



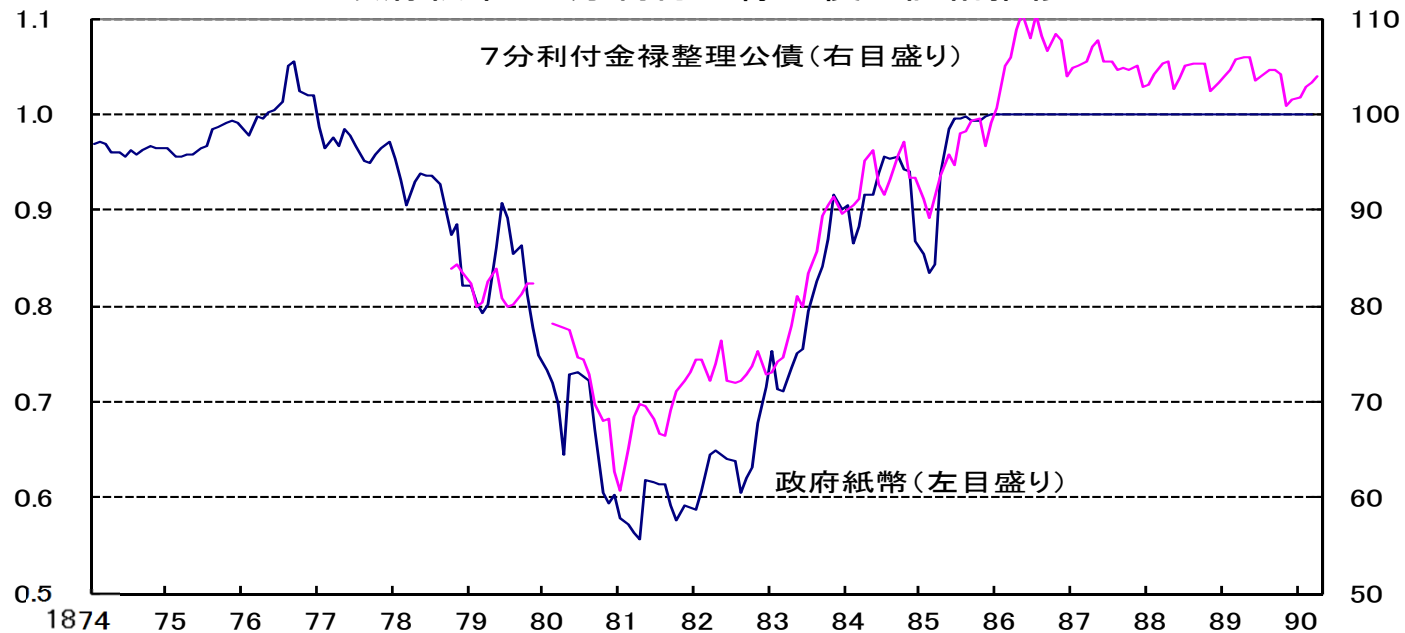
(出所)コンソル金利は、<http://www.globalfindata.com/>。1888年12月までは3%、1888年3月から1903年3月までは2.75%、それ以降は2.5%利付。

ポンド建て日本国債の出所については、本書第7章、第8章、第13章を参照のこと。

西南戦争(1877)後の国債発行と紙幣整理

- 1881. 10 明治14年政変
- 1882. 4 各庁経費3カ年据置の議
国際的な銀価格下落(円安)で貿易黒字拡大
- 1884. 2 中山道鉄道公債の発行(政府紙幣吸収)
- 1885. 5 日本銀行券の発行
- 1897. 10 金本位制採用

政府紙幣と7分利付金禄整理公債の価格推移



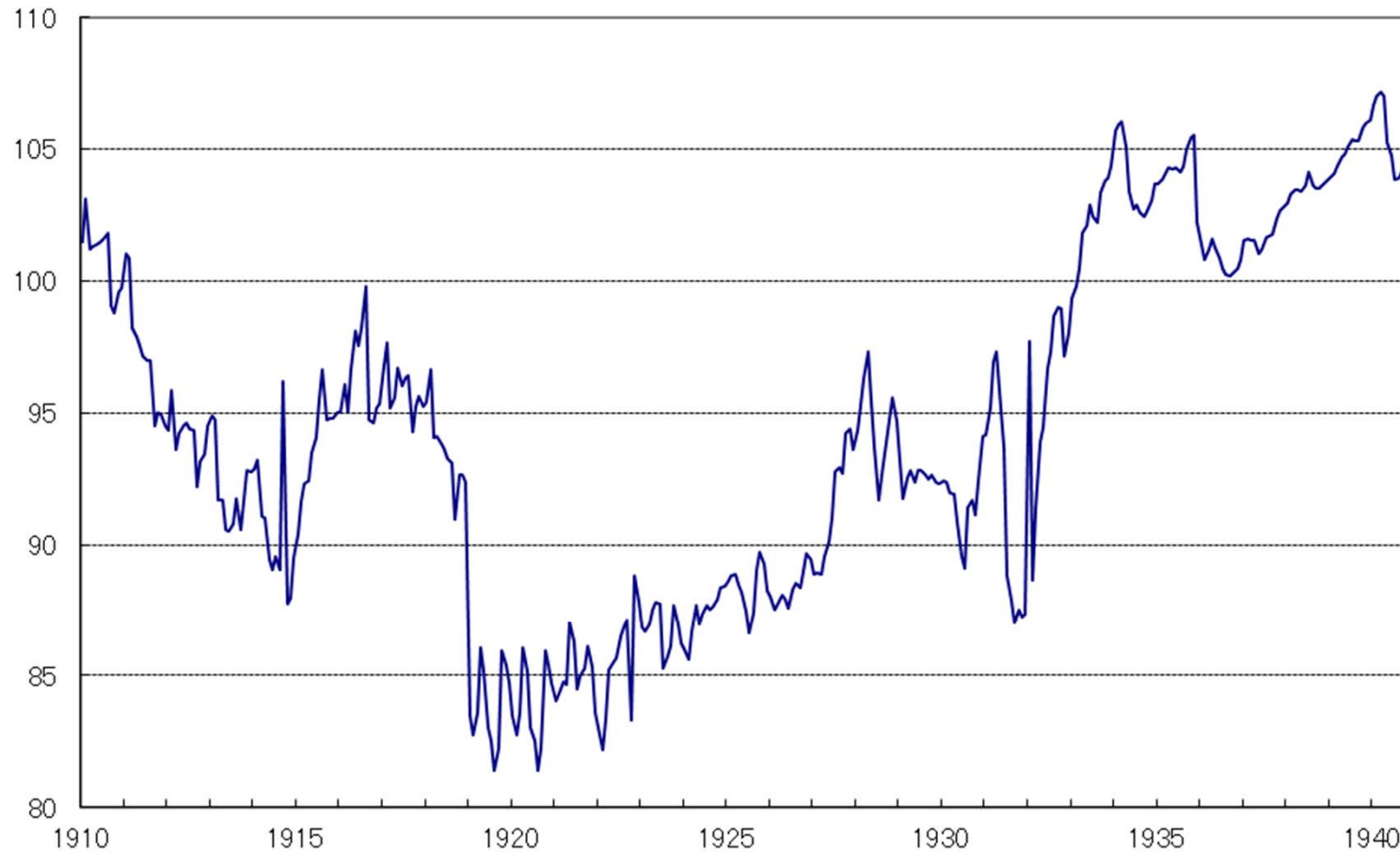
(注1) 銀貨1円に対する政府紙幣の毎月平均価格の逆数。明治6年(1873年)末まではメキシコ銀の売買に2分金を用いていたため省略している。

(注2) 7分利付金禄整理公債価格は、東京株式取引所相場の月中平均値。

(出所) 日本金融史資料 明治大正編第16巻[1957, pp.120, 132].

甲号5分利公債の価格推移

甲号5分利公債(東京市場での月中平均価格)



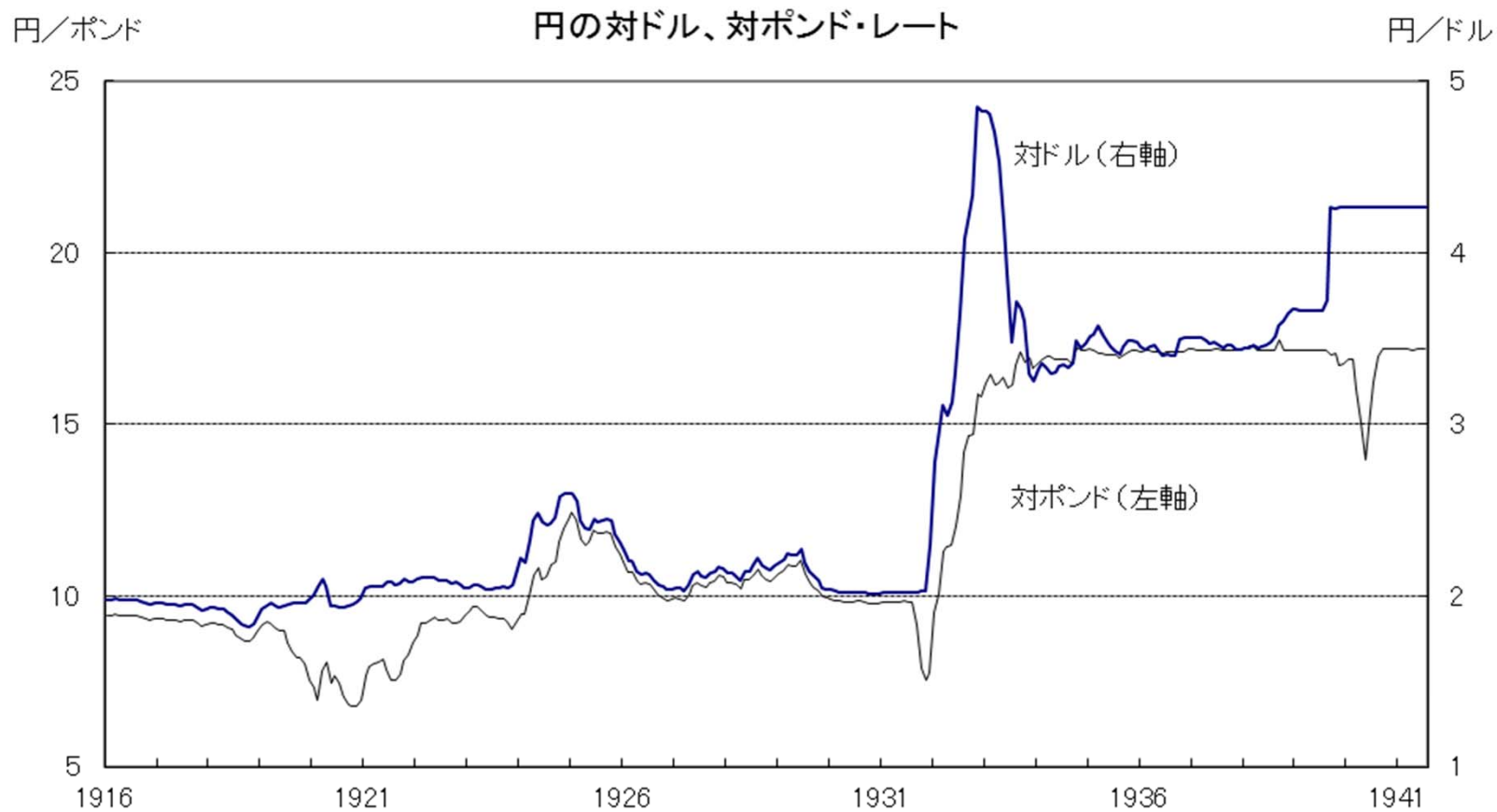
(注) 甲号5分利公債は1908~9年発行、1963年償還
(出所) 国債統計年報(各年度版)。

3. 高橋財政のマーケットへのシグナル

経済政策のトリレンマ

	金本位停止 復帰への試み	金本位制 復帰	高橋財政期	(参考)
	1917.9 ~1930.1	1930.1.11 ~1931.12	1931.12.13 ~1936.2.26	現在
固定為替レート	× 円安定化努力	○	1934.10 £ 1939.10 \$ × → ○	×
自由な資本移動	○	○	×	1932.7 1933.3 ○
自律的・裁量的 財政金融政策	×	×	○	○

戦間期の円レート



(注) 円レートは1934年10月20日から39年10月まで1円=1シリング2ペンスでペッグされ、39年10月25日以降は100円=23.4375ドルでペッグ。41年12月8日以降は敵性通貨として相場告示なし。

(出所) Federal Reserve System[1943, pp.673,681].

1932年度財政支出拡大に転ず

5. 15事件後に満州事件費と時局匡救費が拡大

1932年度歳出予算の拡大過程

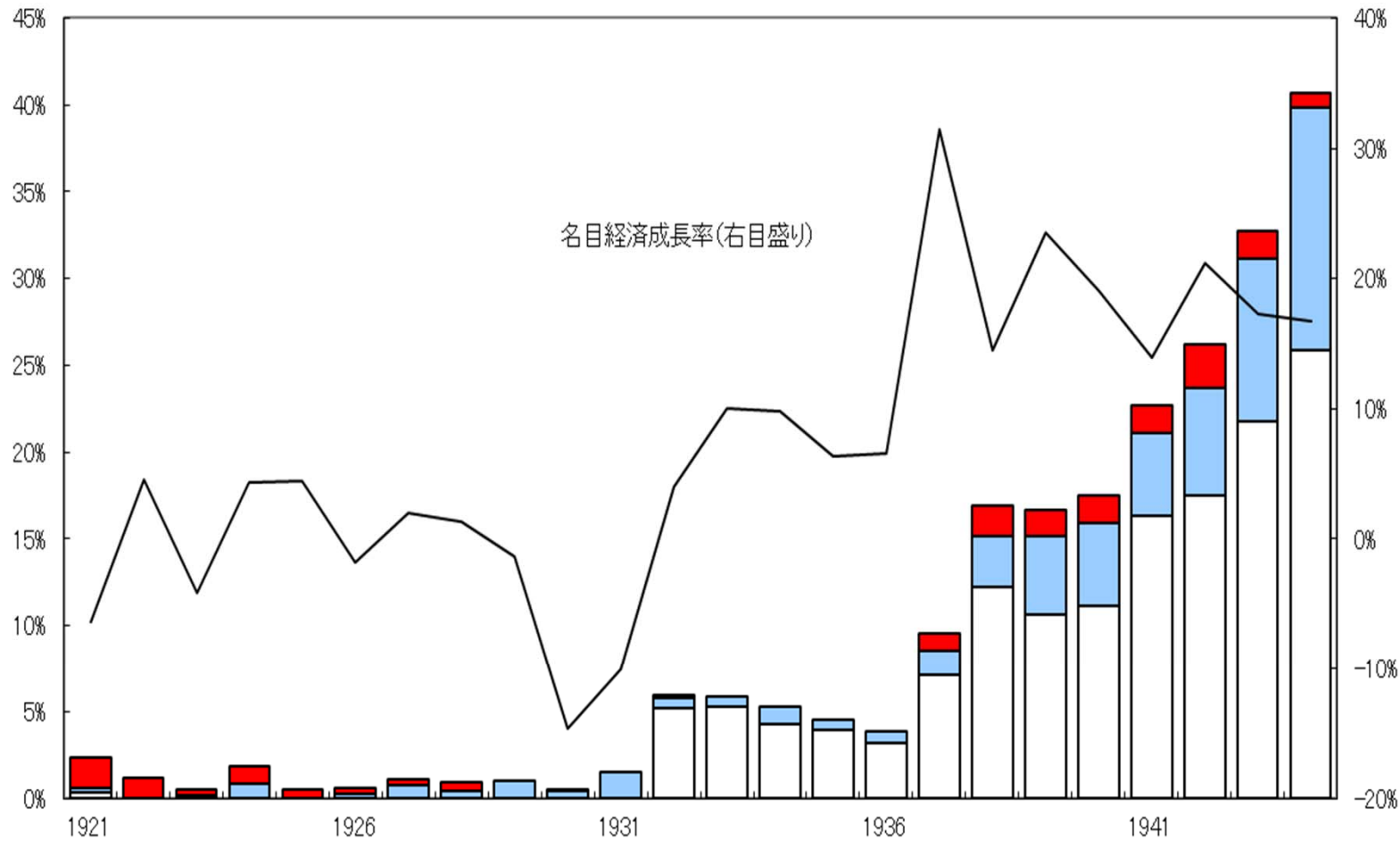
(単位：100万円)

井上蔵相による各省内示	(1931. 10. 1)	1332
若槻内閣作成概算	(1931. 12. 7)	1479
犬養内閣不成立予算	(1931. 12. 27)	1397
前年度予算 ^{※1}	(1932. 1. 21)	1488
実行予算	(1932. 2. 2)	1461
第61回議会	(1932. 3. 25)	1461
第62回議会	(1932. 6. 15)	1780
第63議会	(1932. 8. 22)	1944
第64議会(最終実行予算)	(1932. 12. 24)	2018
(参)1930年度歳出決算		1557
(参)1931年度歳出決算		1477
(参)1932年度歳出決算		1950
(参)1933年度歳出決算		2255

(注1)第60議会解散に伴い犬養内閣の7年度予算案は不成立となり、前年度予算が施行されることになった。

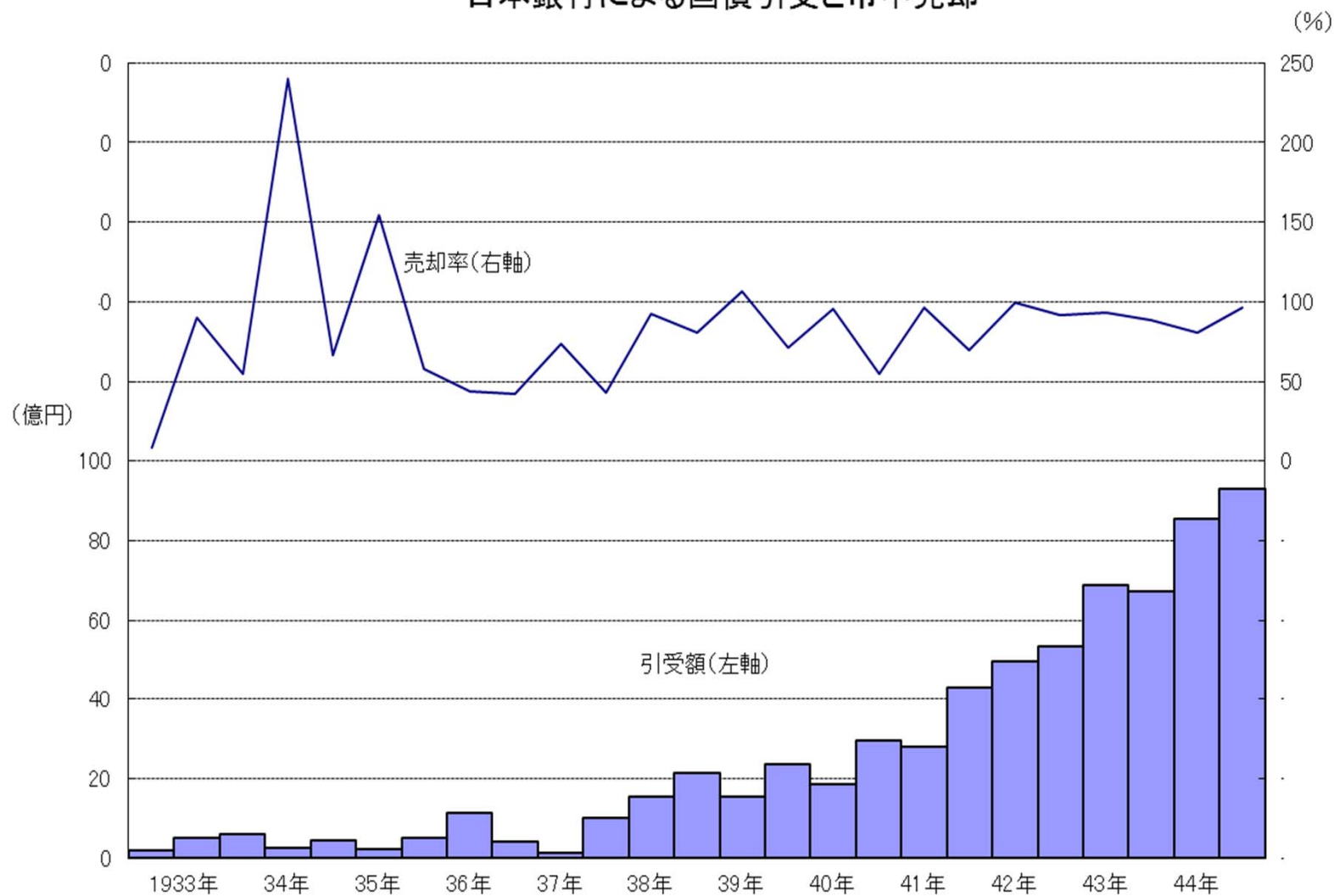
(出所)昭和財政史第3巻[1955, p.35, pp.137-143]。

国債発行総額のGDP比



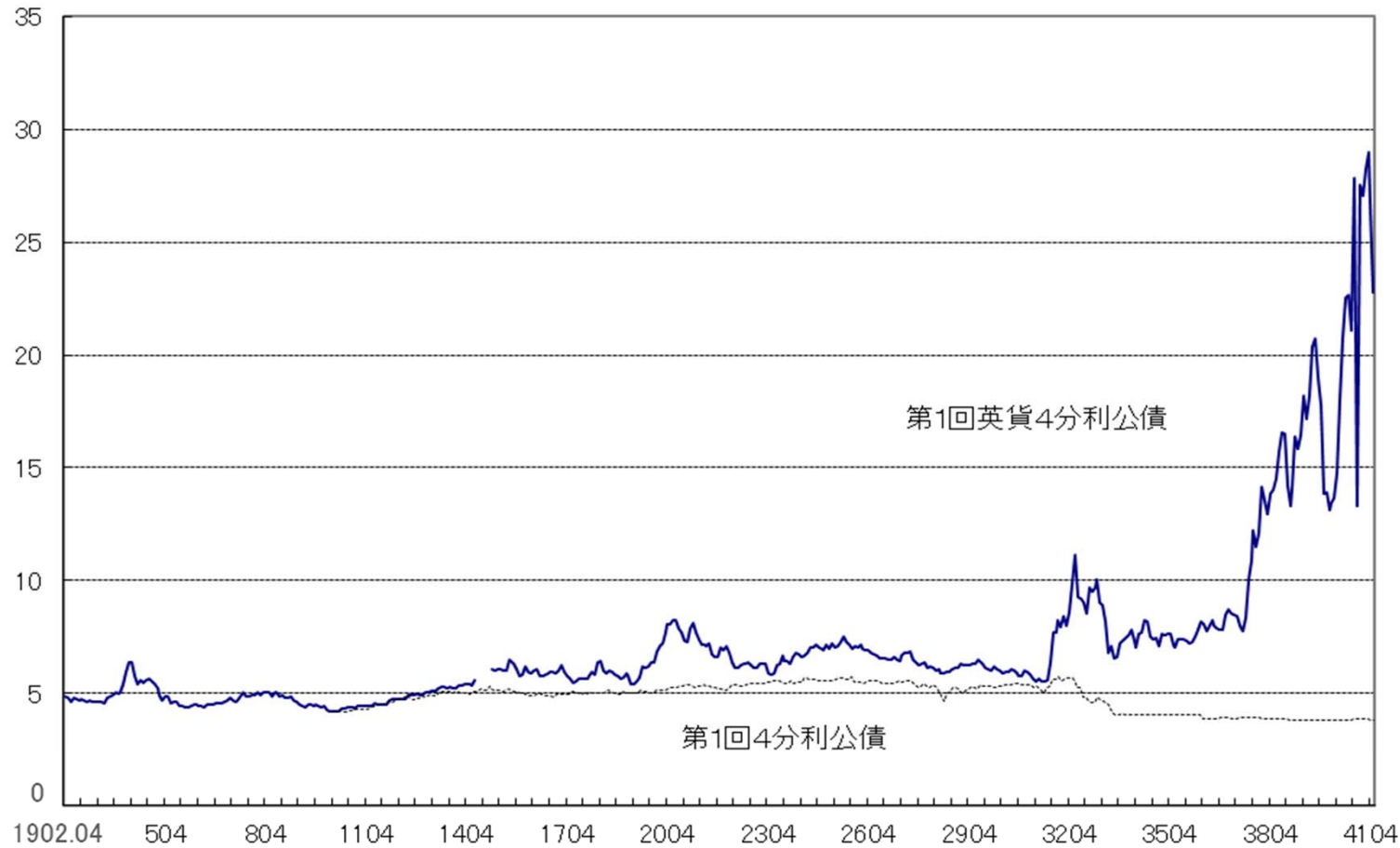
(注) 新規国債発行の内訳: □ は日本銀行引受、■ は預金部引受、■ はその他。
 (出所) 昭和財政史第6巻[1954]、大川一司ほか[1974]、本邦主要経済統計[1966]。

日本銀行による国債引受と市中売却



(注) 1932年は11～12月の計数。他は暦年上下。
 (出所) 日本銀行百年史第4巻[1984]。

4分利付英貨公債と内国債の金利推移



(注1) 第1回4分利公債(1910年発行、1969年償還)、東京市場の相場。
第1回4分利付英貨公債(1899年発行、1953年償還)、ロンドン相場。
ただし、英貨公債のデータは1914年8～12月が欠落。

(注2) 月中平均価格から野村金融関数で利回りを計算。利回りは年2回複利利回り。

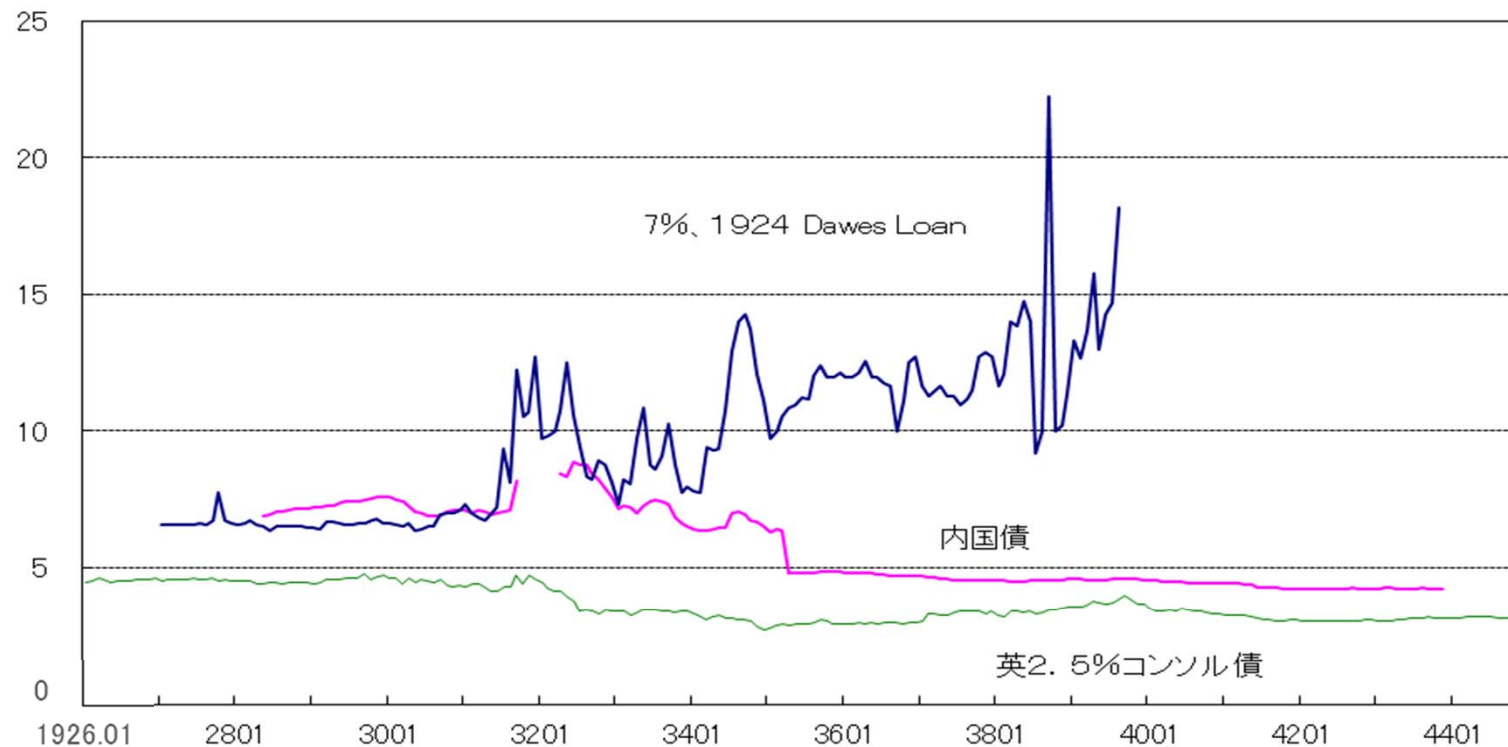
(出所) 明治大正財政史第12巻[1956]、国債統計(明治39年～41年度版)、大蔵省年報(第38回～66回)。

1928. 3	戦前最後の新規国債(第47回5分利国庫債券)の市中発行
1930. 1. 11	金輸出解禁
1930. 5	35年物5. 5%利付米貨、英貨公債の借換発行
1931. 9. 18	満州事変勃発
1931. 12. 13	金輸出再禁止
1932. 4. 26	国債担保貸付の高率適用緩和
1932. 6. 18	赤字国債発行開始、兌換銀行券条例改正法公布
1932. 7. 1	資本逃避防止法、国債の価額計算に関する法律
1932. 11. 25	国債の日本銀行引受の開始
1932. 12. 24	日本銀行 保有国債の売却開始
1933. 3. 29	外国為替管理法公布、7月1日施行
1936. 2. 26	2・26事件勃発
1936. 5. 1	5%国債を3. 5%国債に低利借換
1937. 7. 7	日中戦争勃発
1937. 7. 15	日銀の国債担保貸出金利を日歩9厘へ
1937. 9. 4	臨時軍事特別会計(多年度大括り予算)の設置
1937. 11. 16	郵便局で国債の売出
1940. 9. 27	日独伊三国同盟締結
1941. 12. 8	真珠湾攻撃、太平洋戦争勃発

ナチス政権下;物音一つしない国債発行

貯蓄金庫等に資金量に応じて国債を直接発行

ドーズ公債とドイツ内国債の金利



(注1)ドイツ国内債金利;1941年3月までは地方債を除く公共債。以降は第2回4.5%利付ドイツ帝国債。
 (注2)ドーズ公債;£建て7%利付、1924年10月発行、49年10月償還、ロンドン市場での金利。
 (出所) <http://www.library.northwestern.edu/govpub/collections/league/stat.html#1941>.
 (参考)1933.1ヒトラー内閣発足、33.3Mefo社設立、34.9外為取引全面統制、35.1貯蓄金庫に国債の直接発行

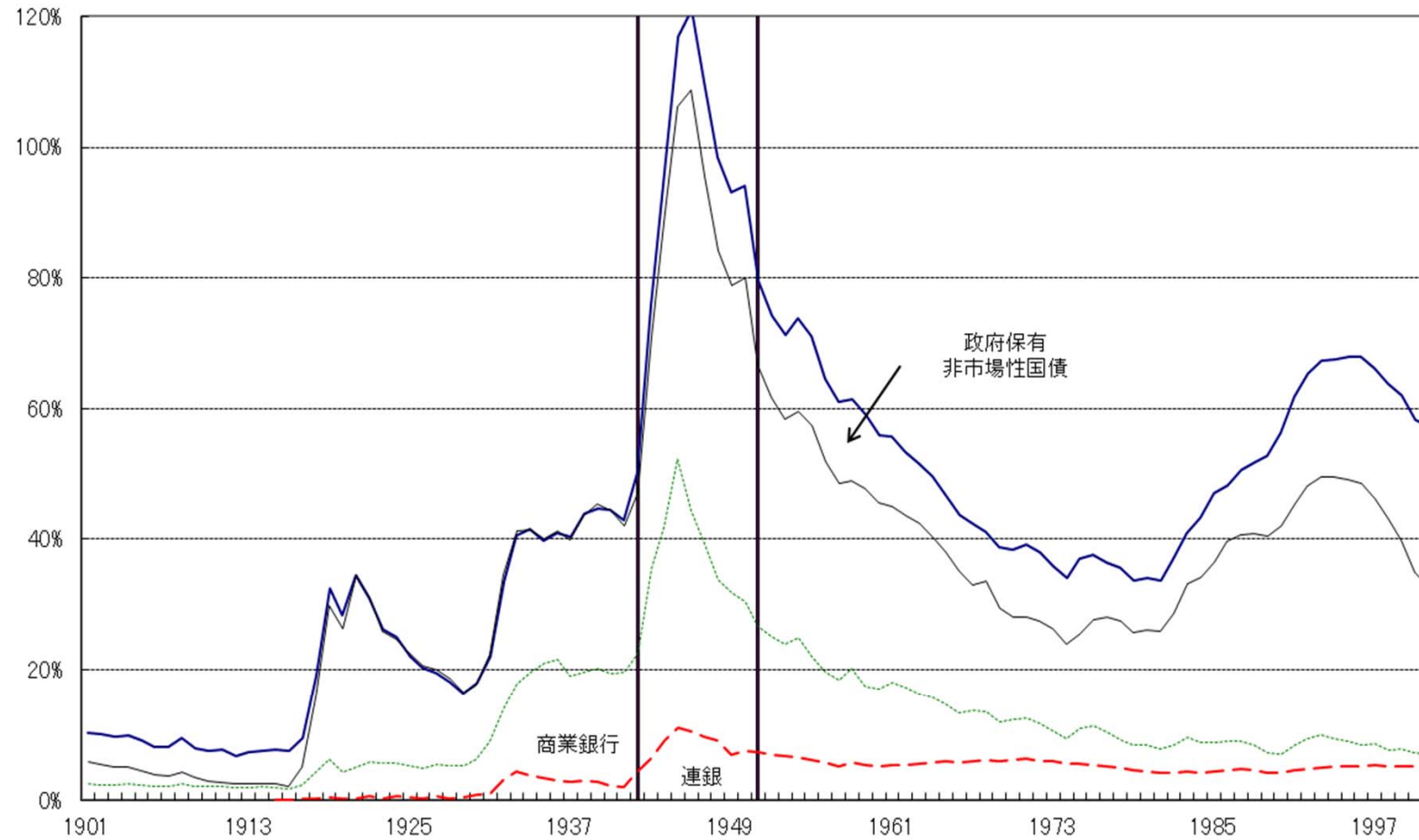
4. アメリカ財務省と連銀のアコード、ボンド・コンバージョン

1941. 12. 8	真珠湾攻撃、太平洋戦争勃発
1942. 3. 4~3. 14	25年物国債の発行
1942. 4. 30	TB金利3/8%でペッグ開始
1944. 6. 6	ノルマンディー上陸
1945. 12. 10	2. 5%利付戦勝国債(1972年償還)の発行
1947. 7	TB金利を7/8%に引き上げ
1948. 1	1年物利付国債金利を1. 25%に引き上げ
1950. 6. 25	朝鮮戦争勃発、6. 28ソウル陥落
1950. 9. 15	マッカーサー元帥 仁川上陸
1951. 1. 25	賃金物価の凍結
1951. 1. 31	大統領とFOMCとの会合(注1)
1951. 3. 4	財務省・連銀のアコードの発表(注2)
1951. 3. 26~4. 6	ボンド・コンバージョンの実施

(注1)「建国以来最大の危機に直面している。もし国民が国債に対する信認を失うならば、すべてを危険にさらすことになる」

(注2)「財務省と連銀は、債務管理政策と金融政策が、政府の資金調達成功と同時に債務のマネタイゼーションの最小化という共通の目標をさらに追及すべきであるという点に関して完全な合意に達した」

国債の保有構造(GDP比)

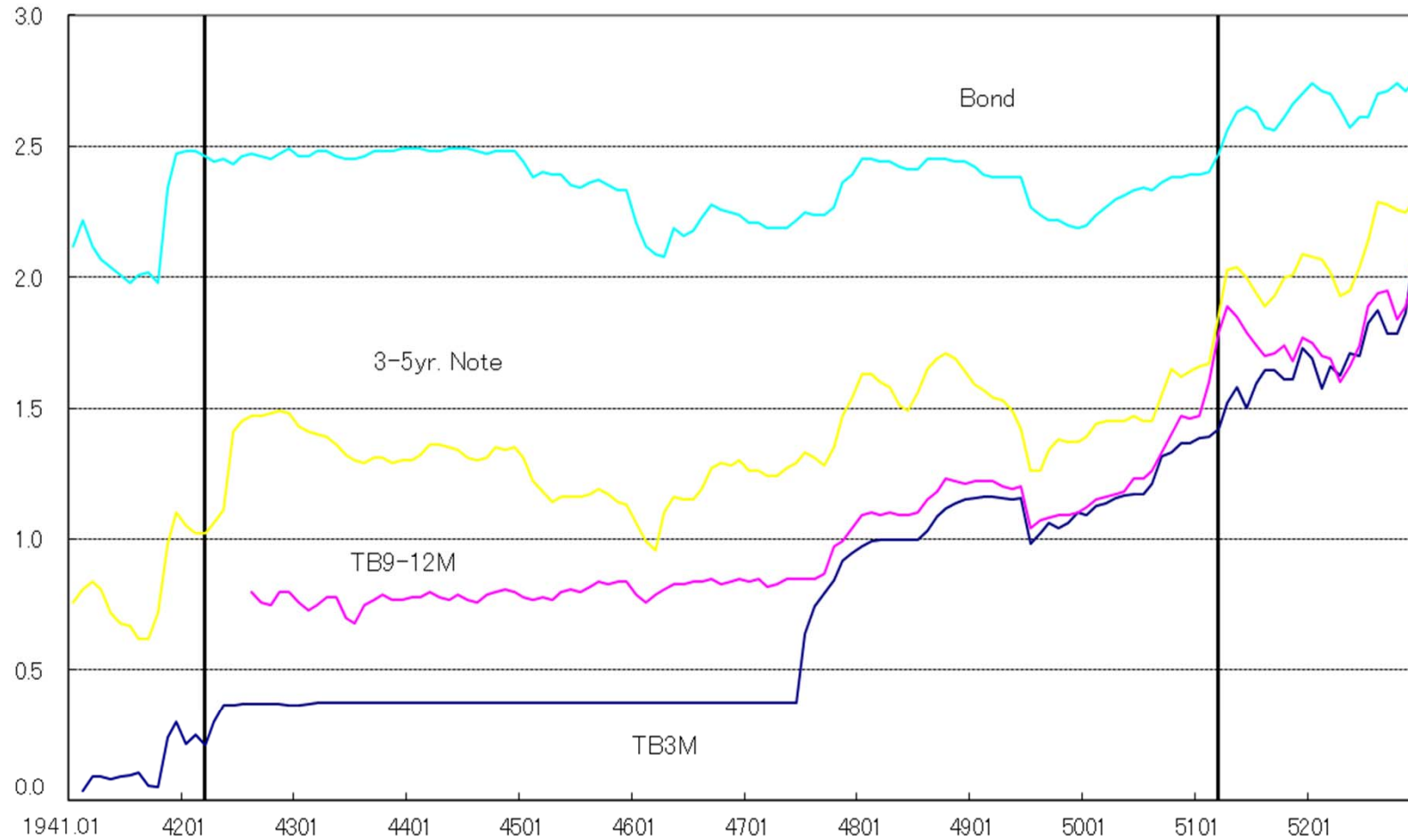


(注) 縦線は、TB金利の釘付けが始まった1942年3月とアコードが締結された1951年3月を示す。

(出所) <http://w3.access.gpo.gov/usbudget/fy2003/hist.html>。ただし、1939年までのGDPはU.S.

Commerce[1975]、連銀及び商業銀行の国債残高については、1944年まではU.S.Commerce [1975]、それ以降はFlow of Funds of United States(FRB)による。

アメリカ国債の金利推移



(注) 縦線は、TB金利の固定化が始まった1942年3月と、アコードが締結された1951年3月を示す。

(出所) Federal Reserve System[1976, pp.693-694, 720-723]

TB、短期国債残高とマネタリーベース

(億ドル)

	マネタリー ベース	市場性国債の残高				連銀保有分		
		合計	TB	利付債		合計	TB	10年超
				1年未満	10年超			
1942	245	489	17	22	131	22	0	4
1943	291	838	92	158	165	59	21	2
1944	332	1296	131	335	295	121	65	2
1945	405	1634	169	430	327	197	121	2
1946	437	1971	170	525	597	226	133	1
1947	434	1725	170	361	548	226	151	1
1948	450	1614	139	359	548	209	89	30
1949	469	1557	116	376	539	217	52	59
1950	430	1545	123	369	451	176	40	31
1951	463	1516	136	401	436	229	17	35
1952	486	1414	169	536	300	213	0	14

(注1) 各年とも3月末の計数。

(注2) 国債残高は政府保有分を除いた計数。

(出所) Toma[1992], Federal Reserve System[1976].

5. 今日への示唆

聞こえない「市場の警告」

・高橋是清(1935.6.25) 売却率が低下し始めるなかでの閣議での発言

「少しでも公債価格の下落が予想せられるようなことがあれば、進んで公債保有額を増加せぬことは勿論、すでに保有している公債もこれを売却しようとする気になり、一度このような事態が起れば加速度的に拡大してたちまち公債政策に破綻を来し、市場に公債の消化を求めることができなくなる」

・高橋亀吉(1939.4)「いま、仮に百億の赤字を向ふ20年に填充するとして、その年々元利必要額は7,8億円となり、それだけの新たな国民経済上の所得が増加すれば、事変に基づくわが国民経済上の赤字は十分填充せられるわけであるが、この程度の国民経済上の所得増加は、東亜ブロックを結成せし後の日本にとっては、必しも難事ではないと見て大過ないであろう」

・賀屋蔵相(1944.1)第84議会での答弁「私は国債が増大すればする程戦争に勝つ可能性が高いと思う。・・・只今は公債が大なれば大なる程償還が確実である」

21世紀日本の低金利傾向

1) バブル崩壊、冷戦終焉および生産年齢人口の減少に伴う期待成長率の低下

2) 物価の下落が続き、期待インフレ率が低下した

①冷戦終焉後の世界経済の構造変化(新興国の工業化)による物価下落の持続

(1873~96年までの英国;新大陸での鉄道敷設、スエズ運河開通という運輸革命など)

②1990年ころの日本の内外価格差は著しく高かった(製造業と非製造業の生産性上昇率格差)

3) 金融危機→金融緩和の繰り返し;流動性需要の増大、自己資本比率規制で国債を選好

4) 主要国比較で日本には増税の余地(fiscal space)が大きい

物価安定、金利安定のアンカーは財政規律

- デフォルトできない理由;日本のプライマリー赤字はあまりにも巨額
- 政府がデフォルトできない(NOMINALLY SOLVENT)とすると、財政規律が働かない状態が続くと、物価水準は金融政策ではなく財政政策で決まることになるのではないか。
- ライヒスバンク役員会からのヒトラー宛親書(1939.1.7);「国がインフレーション的な支出政策をとっているのに対抗して通貨価値を維持できるような発券銀行はありません」
- Sargent and Wallace, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”(1981)

デフォルトした国々のプライマリー収支、政府債務残高(GDP比)

	プライマリー収支	政府債務残高	長期金利
Argentina (2002)	-0.5	44.0	10.0
Ecuador (1999)	0.6	65.1	6.5
Indonesia (1999)	0.3	35.0	5.7
Jamaica (2010)	0.9	104.5	9.0
Mexico (1982)	-4.5	21.4	20.8
Moldova (2002)	4.5	93.9	5.6
Pakistan (1999)	-0.2	74.4	7.6
Russia (1998)	-9.9	44.2	13.2
Ukraine (1998)	-2.1	30.6	6.8
Uruguay (2003)	-1.3	49.7	5.9
中央値	-0.4	46.9	平均 7.2

(注)長期金利はデフォルトに先立つ2年間の平均値

(出所) ”Default in Today’s Advanced Economies:Unnecessary,Undesirable, and Unlikely“, IMF STAFF POSITION NOTE, September, 2010

国債管理に秘策も奇策もない

スペイン王位継承戦後 英仏でのデット・エクイティ・スワップ



(注) 両社の株価をそれぞれ額面に対する倍率で表示。額面価格は、ミシシッピ株は500リーブル、南海会社は100ポンド。

(出所) Murphy[1997, p.208], Neal[1990, p.234], Dickson[1967, p.139].