

国債管理政策の意義

須藤 時 仁

はじめに

わが国政府は、経済の長期低迷や金融システム
の動揺といった厳しい経済環境に対処するために
大量の国債発行を余儀なくされ、その結果、財政
は危機的状況に至っている。一般会計ベースの普
通国債に財政融資資金特別会計国債（財投債）な
どを加えた内国債の残高は、二〇〇二年度末の五
〇四兆円（名目GDP比一〇・一・三％）から〇三
年度末には五五六兆円（同一一・〇％）へと増

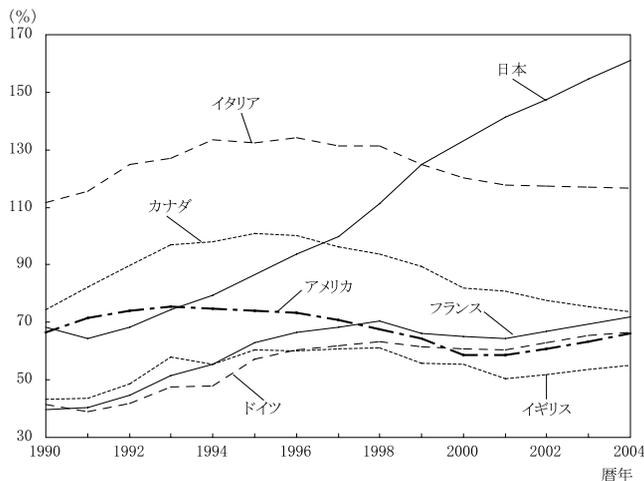
加し、さらに〇四年度末には約六一三兆円（同一
二二・四％）に達すると予想されている。

また、SNAベースで見た一般政府債務残高の
対名目GDP比をG7諸国と比較すると、わが国
は二〇〇〇年にイタリアを抜いて以来、他の六カ
国とその差が開き続けている（図表1）。〇四年
の予想では、英米独仏加の五カ国が五五・〇―七
三・六％、イタリアが一六・七％に対して、わ
が国は一六一・二％と突出している。

こうした危機的状況を前に、財務省は公的債務
の管理戦略を確立するため「公的債務管理政策に

国債管理政策の意義

図表 1 一般政府債務残高の対名目 GDP 比



(注) 2003-04年は見通し。

(出所) OECD, *Economic Outlook* No.74, 22-Dec-2003, Annex Table 33より作成。

関する研究会」(以下、研究会)を設置し、〇三年一月にその研究会から報告書が公表された。研究会では、IMF・世界銀行が〇一年三月に公表した「公的債務管理のための指針」(以下、指針)をベースにしながらも、わが国の公的債務の特徴を考慮して、公的債務管理政策が対象とする範囲の拡張および管理政策に対する提言を行っている。

まず、公的債務の範囲だが、指針はそれを「中央政府のコントロール下にある債務全般」と定義し、中央政府が負う市場性債務(国債等)、非市場性債務(公的部門が引き受ける非市場性国債等)、偶発債務(政府保証債等)は含むが地方政府や公的企業の債務は含まないとしている。一方、研究会ではその対象範囲に、中央政府の債務に加えて、郵便貯金・簡易保険、公的年金、地方債、特殊法人等の債務も含めている。

さらに研究会は、公的債務管理政策として次のような提言を行っている。

① リスク分析…金利変動リスク等について高度な定量分析を行うことにより、資金調達に伴うコストとリスクの相関関係を把握し、それを国債発行計画の策定等に活用する。

② 国債保有構造…一層の商品性の多様化を進めるとともに、近年導入された税制上の措置の実効性を高めること等により、保有者の多様化を進める。

③ 市場への説明責任…公的債務全体の現状や政策を概観できる「債務管理レポート（仮称）」を毎年作成し公表する。

④ 組織体制…財務省（理財局）内に国債管理部署を設置し、同時に職員の専門性（リスク管理の高度化や市場動向の把握・分析など）を向上させる。

⑤ 市場との対話強化…プライマリー・ディラー制度の導入（〇四年一〇月から段階的に導入）と併せて、公的債務管理政策について民間から意見を諮問するための会合（「日本版アドバイザー・コミッティー」）を設置する。

しかしながら、研究会は、指針と同様に公的債務管理政策の目的を「必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点から政府の資金調達コストを最小化すること」と捉えているが、報告書にはリスク管理やコストを最小化する資金調達のあり方に対する踏み込んだ提言はなされていない。

本稿では、この管理政策の目的について考察する。まず、目的にある「リスク抑制」と「コスト最小化」の意味を明らかにする。本論で述べるように、これらの目的は基本的に背反関係にある。

この点を踏まえ、後半ではわが国が今後どちらの目的を優先すべきかを考察する。なお、本稿が対象とする公的債務は国債のみであるため、公的債務管理ではなく国債管理という用語を用いる。

国債管理政策の定義と目的

(1) 定義

国債管理政策の定義は必ずしも統一されていない。その包括的な定義として、浜田編「一九九七」は「できる限り財政負担の軽減を図りながら、国債が国民経済の各局面において無理なく受け入れられるよう、国債の発行、消化、流通および償還の各方面にわたって行なわれる種々の政策の総称」と述べている。また、黒田「一九八二」は

「国債管理政策を「構造的国債管理政策」と「数量的国債管理政策」に分け、前者を「国債管理制度

のあり方を経済全体の金融、財政運営との関連で位置づけることによって、国債の発行・流通市場の制度的枠組みを決定する政策」、後者を「国債の満期構成の操作が国債発行コストや有効需要水準に与える効果に関する政策」と定義している。

これらの包括的な定義に対して、指針は、公的債務管理政策を「必要な資金調達を行なうこと、リスクとコストに関する目的を達成すること、および国債市場の効率性の向上と維持など政府が定めたその他の管理目標を達成することといった観点から、政府債務を管理するための戦略を立案・執行すること」と定義している。これは、公的債務管理の目的を内包している点で、具体的、実践的な定義といえよう。

(2) 国債管理政策の目的

国債管理政策の目的とは何だろうか。前述した

研究会報告書の資料やアメリカの会計検査院（GAO）の調査によると、欧米諸国における目的は様々だが、概ね共通している目的として①政府の資金調達を満たすこと、②資金調達コストを最小化すること、③（資金調達に伴う）リスクを許容範囲に抑えること、④市場の効率性を促進することの四つを挙げることができる。これらの目的はすべて前述した指針の定義に含まれている。これらの目的の間で優先順位をつけることは困難だが、目的①と④は各々後述する「予算リスク、借換リスク、信用リスク」の抑制と「マーケット・リスク、流動性リスク」の抑制に還元すれば、究極の目的は資金調達コストの最小化とリスクの抑制ということになる。¹⁾ここで、「資金調達コストの最小化」とは「金利に係るリスク・プレミアムを最小化すること」を意味する。²⁾では、「リスクの抑制」とは何だろうか。

指針では、図表2に示すように国債管理に係るリスクとして、マーケット・リスク、借換リスク、流動性リスク、信用リスク、決済リスクおよびオペレーショナル・リスクを挙げている。これらのリスクのうち、極端に国債残高が積み上がった（その場合は信用リスクが問題となる）場合は別として、通常、国債管理上重視されるリスクはマーケット・リスク（特に金利リスク）と借換リスクであろう。つまり、予期せぬ高金利で国債を借り換えなければならないリスクである。このことは、OECDとスウェーデン国家債務庁が各々行った各国の公的債務管理当局へのアンケートにも現れている。

しかし、指針には挙げられていないが、国債管理政策上、予算リスクも考慮すべき重要なリスクである。ここで、予算リスクとは予期せぬ景気変動により税収および歳出が変化する結果、政府が

国債管理政策の意義

図表 2 国債管理に係るリスクの種類

マーケット・リスク	公的債務に係る、金利、為替レート、商品価格など市場価格の変動に関連したリスク。
借換リスク	債務を借り換える場合に、 i) 非常に高金利で借り換えなければならないリスク(マーケット・リスクにも含まれる)、または ii) 需要がなく借り換えることができないリスク。
流動性リスク	i) 取引量が極端に減少するまたは特定の市場に深みがないために、投資家がポジションを閉じようとして直面するコストまたはペナルティー。このリスクは、債務管理が流動資産を対象とする場合またはデリバティブ契約を含んでいる場合には特に重要である。 ii) 借り手(政府)にとって、予期せぬキャッシュ・フロー(払い戻し)義務に直面し、流動資産残高が急速に減少する状態、および/または一時的な(短期)借入による資金調達が困難になる場合をいう。
信用リスク	借り入れもしくは他の金融資産の借り手または金融取引の相手方による債務不履行リスク。このリスクは、債務管理が流動資産の管理を含んでいる場合には特に重要である。
決済リスク	取引の相手方が、デフォルト以外のいかなる理由から決済不能になったことにより(取引当事者としての政府が)被る潜在的損失。
オペレーショナル・リスク	取引の執行および記録における様々な段階での取引過誤、内部コントロールおよびサービスの不適切または失敗、評判リスク、法的リスク、証券違反、事業活動に影響を与える自然災害などの広範かつ様々なタイプのリスク。
予算リスク	予期せぬ景気変動により政府の必要調達額(収収マイナス歳出)が上昇するリスク。

(出所) IMF and World Bank [2001] などから作成。

必要調達額を変更しなければならないリスクである。この予算リスクはマーケット・リスクや借換リスクとともに国債の新規発行計画、借換計画、さらには現在および将来の課税(税率)に大きな影響を与える。つまり、総じて言えば、ここでいう「リスクの抑制」とは「コストに対するリスクと、課税の変更により経済活動をかく乱するリスクを抑制すること」を意味する。

国債管理政策の目的における「資金調達コスト最小化」と「リスク抑制」の意味を明らかにしたが、ここで重要なことはこれらの目的が両立しない、つまり背反関係にあるということである。このことは次の単純な例からも理解できよう。イールド・カーブが順イールドのとき、短期債を発行する方が長期債を発行するより金利コストは低くなる。しかし、短期債を発行すると、長期債を発行する場合より借換を頻繁に行なわなければならない

ないため、マーケット・リスクと借換リスクが大きくなる。

財政政策と非ケインズ効果

(1) 九〇年代の財政政策の効果

国債管理政策の目的においてコスト最小化とリスク抑制が背反関係にあるのならば、わが国は今後どちらの目的を優先して政策を行なうべきだろうか。この問題を考えるために、九〇年代の財政政策を振り返ってみよう。

バブル経済の崩壊後、一九九二年八月の総合経済対策に始まり、二〇〇〇年一〇月までほぼ毎年のように政府は経済対策を行なってきた。その回数は一〇で、累積規模一三六・四兆円、そのうち公共事業関連は八一・六兆円に上る。その結果として、本稿の冒頭に述べたように政府の債務残高

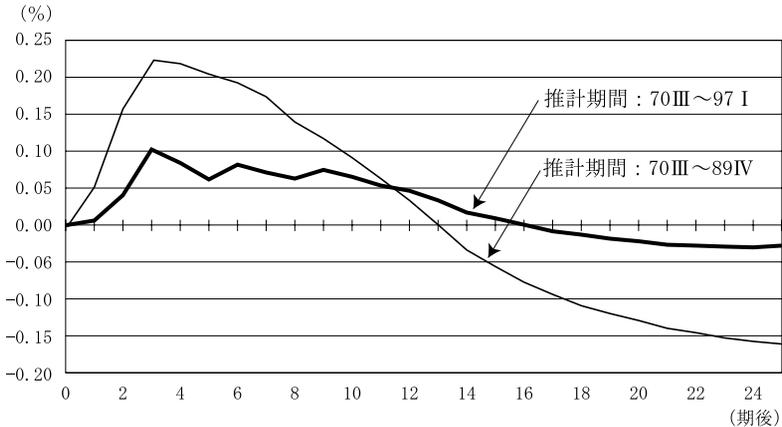
が急速に積み上がってしまったのである。

これほど大規模な経済対策を行なったにもかかわらず、景気回復の実感がまったく伴わなかった。経済企画庁「一九九八」は公共投資の民間需要刺激効果が九〇年代に弱まったか否かを定量的に分析している。図表3は公共投資が初期（第一期）に一％拡大したときに第一期以降民間需要が何％変化するかを計測したものである。これを見ると、公共投資が短期的に民間需要を刺激する効果は、八〇年代までは大きくかつ速やかに現れていたのに対し、九〇年代を分析期間に含めると、その効果は小さくかつ緩やかにしか現れていない。この結果は、九〇年代だけを考えたとき、公共投資の民間需要刺激効果がほとんどなかったことを推測させるものである。

では、なぜ九〇年代に財政政策の効果が弱まったのであろうか。九〇年代を通じて金融当局は金

国債管理政策の意義

図表 3 公共投資の民間需要刺激効果



- (注) 1. 公共投資を初期(第0期)に1%拡大したとき民間需要が何%するかを示す。
 2. 民間需要、外需、公共投資、金利、物価、為替レートの変数からなるVARモデルのインパルス応答関数。

(出所) 経済企画庁 [1998]、249頁。

融緩和政策を維持しており、総じて金利は低下基調にあった。九〇年代後半には大手証券会社、都市銀行の破綻に伴う金融システム危機などにより金利にリスク・プレミアムが付されたが、それでも歴史的に金利水準は低かった。つまり、大規模な経済対策(それに伴う大量の国債発行)や金融システムの動揺にもかかわらず、企業の設備投資を阻害するほどの金利急騰はなかったのである。したがって、九〇年代に財政政策の効果が弱まった原因は他に求められよう。その重要な原因として、国民(消費者)が非ケインズ効果を生じさせるような行動をとったことが考えられる。

(2) 非ケインズ効果

ケインズ経済学の枠組みでは、乗数効果により財政支出の増加(減少)や減税(増税)は民間需要を増加(減少)させる。しかし、非ケインズ効

果とは、特定の財政状況や経済環境の下で財政支出拡大や減税政策が民間需要を減少させ（負の非ケインズ効果）、逆に財政支出の抑制や増税といった財政再建が民間需要を喚起する（正の非ケインズ効果）という現象である。この効果を一九八三—八六年のデンマーク、一九八六—八九年のアイスランドにおける財政再建の事例から最初に確認したのは Giavazzi and Pagano [1990] である。また、一九九〇年代のスウェーデンや一九九二—九五五年のイタリアの状況も非ケインズ効果が生じた代表的な事例である。

実証研究ではこの非ケインズ効果が概ね認められている。さらに、財政再建において正の非ケインズ効果が生じる条件として、①財政再建以前の財政事情が極めて悪いこと（例えば、深刻な財政赤字、非常に高水準の公的債務/GDP比率など）、②大規模かつ継続的な政府支出の削減また

は増税が行なわれ、国民に財政再建の信認が得られることなどが見出されている。⁸⁾

この非ケインズ効果はどのような過程を経て現れるのであろうか。まず、政府債務の水準が低いときは、財政拡大が景気を刺激するというケインズ効果が現れる。これは、国民が財政再建は将来世代において行なわれると予想するため、自ら（現世代）への増税を考えないで行動するためである。しかし、政府債務の水準が非常に高い状況で大規模な財政政策（支出増加または減税）が行なわれると、このような近視眼的な国民であつても、債務の利払いと償還負担を将来世代に転嫁することができず財政再建のための負担が自らに及ぶと予想するようになる。このため、財政政策を行なつても近い将来に増税が行なわれると予想すると、将来の可処分所得の現在価値が低下し、消費が抑制されることとなる。また、政府債務の増

加が政府の経済運営に対する信認を低下させ、これが金融資産のリスク増大、為替レート下落、金利上昇を通じて民間投資と個人消費に悪影響を与える。これが負の非ケインズ効果である。

逆に、高債務の状況で財政支出が持続的に削減されると、それは将来の減税のシグナルとなり、恒常的に可処分所得が増大するという期待を生む。さらに、財政支出が既に高水準にある場合には、たとえ小規模の支出削減であっても、それが大きな政府からの転換の兆しと捉えられることによって、リスク・プレミアムの軽減↓金利の低下期待↓資産価格の上昇という過程を経て個人消費を拡大させる可能性もある。また、現在の増税によって将来の増税の可能性が低下するという期待が形成されれば、その増税が景気にプラス効果を与え得る。これが正の非ケインズ効果である。

では、日本に非ケインズ効果が認められるのだ

らうか。日本を対象にした非ケインズ効果の実証研究はまだ少ないが、絹川〔二〇〇〇〕と中里〔二〇〇二〕は財政再建が日本経済にプラスの影響を与えたことを実証している。また、本間〔一九九六〕は、非ケインズ効果ではなく日本で公債の中立命題が成立するか否かを検証しているが、その結果に対してわが国における財政再建期における正の非ケインズ効果の成立を主張している。

わが国の金利動向

九〇年代以降の財政政策に対する経済効果を考えると、わが国で非ケインズ効果が現れている可能性が高い。つまり、国民が増税負担の先送りをできないのではないかと考えるほどわが国の財政事情は悪化しているのである。したがって、まず財政再建が最優先されなければならない。そのた

めには、九八年一二月に成立した「財政構造改革の推進に関する特別措置法（財革法）停止法」の解除が望まれる。

しかしながら、たとえ財革法が復活してもすぐに財政再建が達成されるわけではない。しかも、財政再建の主役は財政政策であり、国債管理政策ではない。⁽⁴⁾ここで、本稿の主題である国債管理政策のあり方に立ち返って、財政事情の悪化によってもたらされた問題点、具体的には金利動向について考えてみよう。

(1) リスク・プレミアムの顕現化

前述したように、九〇年代後半から政府の債務（国債）残高が急増したにもかかわらず、金利はむしろ歴史的な低水準で推移した。結果として、一般会計の利払費は九〇年度から〇三年度（〇三年度は予算ベース）平均の一〇・三兆円から、〇

四年度から一七年度には平均で約一二・五兆円への増加にとどまる見通しである。

低金利が続いた要因として、一般的に①潜在成長率の低下による実質金利の低下、②長期的な物価沈静に伴う期待インフレ率の低下、③日銀による流動性供給のための国債買いオペなどが挙げられている。しかし、最大の要因としては、九七年以降のアジア通貨危機（九七年七月）、わが国の金融システム不安（九七年一月）、ロシア危機（九八年八月）など一連の金融危機を背景とした信用不安とわが国の景気低迷とによるリスクの増大によって投資における安全性と流動性への逃避が起こり、わが国の銀行や機関投資家は国債への投資の傾斜せざるを得なかったことがある。

幸か不幸か、国債発行および残高の急増にもかかわらず、それが金利高騰に結びついていない。しかし、注目されることは、国債の信用リスクと

国債管理政策の意義

図表 4 円建てイタリア国債と日本国債の金利スプレッド



(注) 94年12月から2000年1月までは94年12月15日発行の円建てイタリア国債（5%クーポン、発行額2,000億円、格付Aa3、04年12月15日償還）と94年11月21日発行の日本国債（4.7%クーポン、発行額1兆2,340億円、格付Aaa、04年12月20日償還）、2000年2月23日発行の円建てイタリア国債（1.8%クーポン、発行額1,000億円、格付Aa3、10年2月23日償還）と2000年2月21日発行の日本国債（1.7%クーポン、発行額3兆1,300億円、格付Aa1、10年3月22日償還）の金利差（イタリア国債金利－日本国債金利）を見たもの。なお、格付は、ムーディーズによる発行時のソブリン格付である。

(出所) Bloomberg のデータから作成。

それに付随する流動性リスク（国債の買い手が見つかからないリスク）に対するリスク・プレミアムが顕現化してきていることである（白石、大島「二〇〇三」）。日本国債（一〇年債）と円建てイタリア国債（一〇年債）の金利を比較すると、日本国債に対するリスク・プレミアムの動きがよくわかる（図表4）。円建てイタリア国債と日本国債とでは、その流動性（発行額）が大きく異なることから日本国債の金利が低くなるはずであるにもかかわらず、海外の格付会社による相次ぐ日本国債の格付け引き下げ（図表5）を受けて、二〇〇〇年一月から〇三年九月まで、実に約三年に亘って日本国債の金利がイタリア国債の金利を上回る状態が続いた。そのピークは〇二年二月九日の二六ベシス・ポイント（bp）である。

イタリアといえば、九〇年代後半から財政再建を進め、一般政府債務残高の対名目GDP比は日

図表5 近年の自国通貨建て日本国債の格付の推移

年	ムーディーズ	スタンダード&プアーズ	フィッチ
1997	Aaa (93.5~)	AAA (95.3~)	AAA (94.8~)
1998	ネガティブアウトルック (98.4.2) レビューステイタス (98.7.23) Aa1 (98.11.17) (ネガティブアウトルック)		
1999			
2000	レビューステイタス (00.2.17) Aa2 (00.9.8) (ネガティブアウトルック)		AA+ (00.6.29) (ステイブルアウトルック) ネガティブアウトルック (01.3.2)
2001	レビューステイタス (01.9.6) Aa3 (01.12.4) (ネガティブアウトルック)	AA+ (01.2.22) (ステイブルアウトルック) ネガティブアウトルック (01.9.11) AA (01.11.28) (ネガティブアウトルック)	AA (01.11.26) (ネガティブアウトルック)
2002	レビューステイタス (02.2.13) A2 (02.5.31) (ステイブルアウトルック)	AA- (02.4.15) (ネガティブアウトルック)	AA- (02.11.21) (ネガティブアウトルック)
2003			
2004		AA- (04.3.24) (ステイブルアウトルック)	

(注) 1. 2004年6月25日時点。
2. ムーディーズがある債券をレビューステイタスに置いたということは、格付けを見直す手続きが正式に開始されたことを意味する。このレビュー手続きは90日以内に終了することを期待されているが、例外もありうる。

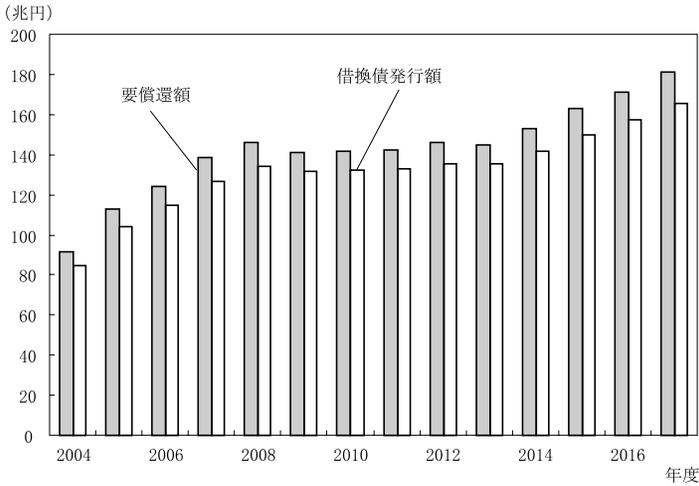
(出所) 各社資料より作成。

本より低いものの、その水準は一〇〇%を上回っている。また、格付会社による格付けも先進国の中では決して高くない。しかも円建て外国債となると、その流動性は日本国債よりはるかに劣る。そのような国債よりも高い金利を日本国債は求められているのである。これは、まさに日本国債の金利にリスク・プレミアムが顕現化したことを示している。なお、〇三年に入り両国債の金利差が縮小し、九月以降はイタリア国債の金利が日本国債の金利を上回るようになったが、これはわが国の景気回復に伴う現象と考えられ、わが国の景気が悪化すれば再度逆転の可能性もある。

これまで説明したように、二〇〇〇年以降、わが国の国債金利に対して市場は明確にリスク・プレミアムを求めるようになったが、このリスク・プレミアムの顕現化に拍車をかける可能性があるのが今後の国債償還負担問題である。次にこの点

国債管理政策の意義

図表6 国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算



(注) 2004年1月時点での仮定計算。

(出所) 財務省資料より作成。

について説明しよう。

(2) 借換債の大量発行と民間消化負担の増加

九〇年代に国債を大量に発行した結果、今後その国債が次々に満期を迎え、償還されることとなる。〇四年一月時点での政府の試算によると要償還額は〇四年度の九一兆四、一〇〇億円から一七年度には約一八一兆円に増加する見通しである(図表6)。これらの償還における主な財源は借換債の発行であり、政府の試算では、〇四年度から一七年度の平均で約一三三兆円発行される。これは要償還額の九二・四％に相当する。この借換債発行に一般会計の不足分を賄うための新規国債と財投債の発行を加えれば、国債の総発行額はたとえ財政再建を強力に進めたとしても〇四年度から一七年度の平均でほぼ確実に一五〇兆円を超えるであろう。

一五〇兆円超という総発行額の数値も尋常ではないが、ここで重視すべきは〇一年度からの財政投融资改革に先立ち二〇〇〇年度から資金運用部による国債引受がなくなったため、国債の民間消化負担が上昇したことである。たとえば、九八年度当初ベースの国債発行計画を見ると、総発行額五七・九兆円に対して資金運用部を含めた公的部門で二〇・五兆円（内、資金運用部が一・二・〇兆円）を引き受ける計画であったことから、民間消化額は三七・四兆円で、総発行額に対するその割合は六四・六％であった。大型経済対策後の九八年度第三次補正後ベースで見ても、民間消化の割合は六六・四％にとどまっていた。

一方、〇四年度の国債発行計画を見ると、総発行額一六二・三兆円に対して公的部門の引受額は四六・一兆円となっており、民間消化（個人向け国債を含む）の割合は七一・六％に上昇してい

る。しかも、この公的部門引受の中には財投改革に伴う経過措置分として郵便貯金資金、年金資金、簡易保険積立金による引受一九・六兆円が含まれており、これは財投債の引受到当てられる（なお、財投債についてはこの他に一一・七兆円の民間消化を計画している）。したがって、この額を総発行額および公的部門の引受から差し引くと、発行額一三一・七兆円に対して公的部門の引受額は一六・五兆円となるから、民間消化の割合は八七・六％まで上昇する。さらに、将来的に（〇八年度以降）この経過措置がなくなることを考えて仮定計算すると、発行額一六二・三兆円に対して公的部門の引受額は一六・五兆円となるから、民間消化の割合は八九・八％まで上昇する。

今後、借換債の大量発行に伴う総発行額の増加に加え、民間部門で消化しなければならぬ割合が上昇すれば、市場は現状以上に金利に対するリ

スク・プレミアムに敏感になるであろう。

おわりに

今後、市場がリスク・プレミアムに対して敏感になるとしても、それがどの程度付されるかは今後の財政政策（新規国債発行）次第である。前述したようにわが国経済に負の非ケインズ効果の兆候が見られ、財政政策による民間需要の刺激効果が期待できない以上、財政再建は避けられず、またそれが経済復活の道であろう。

そこで、仮に今後財政再建が進むとしたとき国債管理政策はどうあるべきか。財政再建が進み国民による将来の増税に対する不確実性が減少する結果、正の非ケインズ効果により民間需要が回復、拡大すれば、それは金利の上昇圧力として働く。しかし、一方で新規国債の発行抑制は金利上

昇の緩和要因となる上、何よりも財政再建が市場で信認されれば、大量の借換債発行に係るリスクもかなり抑えられるであろう。したがって、財政再建自体がマーケット・リスク、借換リスクなどのリスクを抑制するよう働くのだから、国債管理政策の主目的はコスト最小化に置くべきである。

一方、不幸にも財政再建が進まなかった場合には、市場は国債金利に対して大幅なリスク・プレミアムを要求すると考えられ、借換債も含めた国債発行は高金利で行なわなければならなくなるだろう。この場合、将来の課税負担はかなり上昇することになると予想されるため、国債管理政策の主目的はリスク抑制に置かざるを得まい。⁽⁵⁾

(注)

(1) IMF・世界銀行の指針でも、公的債務管理の定義とは別にその目的として、資金調達および元利払いにおいてリスクを適切な水準に抑えること、中長期的観点から見てコ

- ストを最小限に抑えることを挙げている。また、わが国では、国債管理政策の基本的な考え方として①確実かつ円滑な発行、②中長期的な調達コストの抑制を上げている。なお、ここで言う「リスク」とは、投資家ではなく発行体（政府）にとつてのリスクであることに注意されたい。
- (2) リスク・プレミアムには、発行体の信用リスクなどに対して投資家が金利に求めるプレミアムと、満期など国債自体の特性およびその発行・取引制度などにより付されるプレミアムとがある。前者を抑えることは「リスク抑制」に帰着できるが、ここで言う「リスク・プレミアムの最小化」とは主に満期構成の変更や発行・取引制度の改革などによつて後者のプレミアムをできるだけ抑え、より低金利で発行することを意味する。
- (3) 財政再建のためには支出削減と増税のどちらが効果的かという問題に対し、先行研究によれば、総じて増税より支出削減の方が効果的であるという結果が得られている。
- (4) 指針でも、健全な財政政策および適切な金融政策の実施が公的債務管理政策を有効に機能させるための前提であり、公的債務管理政策がそれらを代替しえるものではないとしている。
- (5) 指針では、債務残高が大きく経済的ショックに対して脆弱な国ほど潜在的なリスクが大きいため、コスト抑制よりリスク抑制に重きを置くべきとしている。ただし、指針は、

公的債務管理政策が有効に機能する前提として、公的債務残高およびその増加率が持続可能な水準以下に抑えられていることが必要であると述べている。

(参考文献)

- 網川真哉「二〇〇〇」『景気刺激策としての財政再建』、『FR
I 研究レポート』第八三号、富士通総合研究所。
- 黒田昇生「一九八二」『日本の金利構造』東洋経済新報社。
- 経済企画庁「一九九八」『平成一〇年版 経済白書』大蔵省印刷局。
- 公的債務管理政策に関する研究会「二〇〇三」『報告書（平成一五年一月二五日）』(http://www.mof.go.jp/singikai/saimukanri/top.htm)
- 白石浩介、大島一宏「二〇〇三」『日本の国債管理とリスク』、『MRI Monthly Review』三菱総合研究所。(http://www.mri.co.jp/REPORT/ECONOMY/2003/mr031000.pdf)
- 富田俊基「一九九九」『国債累増のつけを誰が払うのか』東洋経済新報社。
- 中里 透「二〇〇二」『財政政策の非ケインズ効果をめぐる論点整理』、『経済分析』第一六三号、内閣府経済社会総合研究所、七一—九〇頁。
- 浜田恵造編「一九九七」『国債発行・流通の現状と将来の課題』大蔵財務協会。

本間正明「一九九〇」財政赤字の実証分析：中立命題の再検証」『公共債をめぐる諸問題』（金融調査研究会報告書）／金融調査研究会、一一一―一二頁。

Giavazzi, F. and M. Pagano [1990] "Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries," in O. J. Blanchard and S. Fischer (eds.) *NBER Macroeconomics Annual 1990*, Cambridge, MA: MIT Press, pp.75-111.

International Monetary Fund (IMF) and World Bank [2001] *Guidelines for Public Debt Management*. (<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>)

General Accounting Office (GAO) [2001] *Debt Management Insights and Tools from Selected Nations*. (<http://www.gao.gov/new.items/d0214.pdf>)

国債管理政策の意義

(中)の(ウ)の(イ)・(ロ)の(イ)・(ロ)の(イ)の(ウ)