

英国における国債管理 政策の変遷：1694～1970

藤 井 眞理子

要 旨

本稿は、英国における国債管理政策について、主に国債負担軽減のために実施された国債管理政策の変遷と負担軽減の要因について論じたものである。

第二次世界大戦期までの国債発行は戦費調達と深く結びついているが、対国民所得比でみた国債残高の第1のピークは19世紀前半のナポレオン戦争後にみられる。約2.9倍にも達したこの比率は、19世紀を通じて着実に低下をみせ、特に、19世紀後半には長期にわたって債務残高の減少がみられた。これは、経済の成長や国富の増大を背景とした税の自然増収等を基本的な要因とするものであるが、制度面でも減債基金や有期年金を通じる規則的な償還が寄与した。

借換政策の面では、第一次大戦前における債務の大部分は永久債であったことから、財政負担軽減のための「低利借換」が重要な政策として位置付けられていた。また、戦時においては短期債での資金調達が多かったため、戦争終了後には満期構成の長期化を図るための「長期借換」も頻繁に行われた。

「国債負担」の第2の大きなピークである第二次世界大戦に伴う国債の累増は、戦後から1970年代までは財政赤字がコントロールされていたこともあり、インフレーションをともなった名目経済成長の継続により急速にその対GDP比を低下させた。

巨額の国債残高の累増は、年々の財政を通じた資源配分の機能を制約する。国債の負担をマクロ経済との関係でみれば、必ずしもその名目残高の減少が重要とはいえないが、短期間に負担軽減を達成できる特別の政策手段がないことは、長い英国財政の歴史をみても明らかである。そこで示されていることは、19世紀後半のような長期にわたる高い実質成長率による経済発展が見込めない限り、まずは残高を増加させないこと、すなわち、プライマリーバランスの均衡を回復し、

* 本論文の一部は、筆者が財務省において行なった研究を基にしている。その際には、高橋洋一氏（財務省）にご協力いただいた。

維持してゆくことが国債負担による財政制約回避への第一歩であるという自明の結論である。

目 次

はじめに

I. 英国財政の基本構造と国債

1. 「夜警国家」時代の歳出入構造
 2. 20世紀初頭の財政
 3. 1930年代から第二次世界大戦
 4. 均衡財政下の国債：第二次大戦後から1970年までの財政運営
 5. 政府債務残高と国債負担の推移
- #### II. 国債管理政策－減債と借換による負担軽減－
1. 19世紀後半における債務消却要因の検討

－剰余金による減債－

2. 減債制度と有期年金による減債
3. 減債制度の具体的な事例
4. 借換操作

III. 経済成長とインフレーションによる国債負担の軽減

1. 概観
2. 経済成長とインフレーションの寄与

IV. 結論

参考文献

はじめに

英国における国債の歴史は、17世紀、チャールズ2世の時代にまでさかのぼるといわれるが、近代国家の財政としての歴史を振り返ると、その債務残高の動きには、19世紀初めのナポレオン戦争後と20世紀初頭の第一次世界大戦後、さらに、第二次世界大戦後という大きなピークがある。

本稿では、英国財政がどのような債務管理政策の運営によって国債の負担に対処し、また、どのようなマクロ経済の動向が国債負担の軽減に寄与したと考えられるのかを分析する。特に、19世紀後半における国債負担の軽減と、これとは異なったメカニズムを伴ってその対GDP比が低下した第二次世界大戦後の動向との比較を念頭におきつつ、分析を進める。

I. 英国財政の基本構造と国債

1. 「夜警国家」時代の歳出入構造

19世紀までの英国における国債発行は、対外戦争や国外での軍事行動による戦費の調達と大きく結びついていた。すなわち、18世紀半ば以降戦費の7割以上が国債によって調達されており、他方、平時の財政はほぼ均衡または若干の黒字となっていた（図表1、2および図表3参照）。したがって、国債の発行要因は、ほぼ対外紛争に伴う国防費の増大を賄うものであったと考えられる。

1880年代までは、主に国防費と利払費の大きさが歳出規模を決定する上で大きな役割を果たしている。戦争は、それ自体国防費の増大を通じて歳出拡大の要因であると同時に、戦時中の国債発行を通じて戦後の利払費を拡大するという間接的な面からも、歳出規模拡大の説明要因

図表1 英国における政府債務の発行・償還の動き

(単位 100万ポンド)

年度	国庫収支	政府債務 残高増減	フローベース				ネット
			発行	償還	内 歳出より	内 減債基金	
(Ⅰ) 1692-1785	△199.4	242.4	557.8	360.6	N.A.		197.2
平時	△12.9	15.4	198.2	181.2			17.0
戦時	△186.5	227.0	359.6	179.4			180.2
(Ⅱ) 1786-1817	△412.5	520.6	1,396.4	1,005.2	N.A.		391.2
平時	△0.6	△16.1	120.5	124.7			△4.2
戦時	△413.1	536.7	1,275.9	880.5			395.4
(Ⅲ) 1817-1874	△12.3	△46.1	2,163.9	2,165.6	N.A.		△1.7
平時	19.5	△75.8	1,993.2	2,026.7			△33.5
戦時	△31.8	29.7	170.7	138.9			31.8
(Ⅳ) 1875-1913	△25.9	△61.1	308.9	355.9	267.5	36.8	△47.0
平時	105.0	△224.0	131.2	335.7	251.6	36.6	△204.5
戦時	△130.9	162.9	177.7	20.2	15.9	0.2	157.5
(Ⅴ) 1914-1920 (第一次世界大戦期)	△6,947.5	6,916.9	8,532.0	1,595.6	294.0	0.1	6,936.4
(Ⅵ) 1921-1938 (平時)	723.1	678.0	4,300.1	4,109.8	916.8	45.7	190.3

(注) ①国庫収支は1801年度まで G.B., 以降 U.K.。政府債務については U.K., 但し, 発行償還額は1817年まで G.B.。

②国庫収支及び発行, 償還額は収入金ベース。政府債務残高増減は額面ベース。また, 発行, 償還額は国庫経由分のみで, 借換分や国債委員会の取引等, 本表に含まれない部分があり, 従ってネット発行額は残高増減に一致しない。

③債務残高については, 第Ⅲ期まで有期債 (unfunded debt) と永久債 (funded debt) の合計, 第Ⅳ期以降は政府総債務 (国債) の計数である。総債務ベースでの発行, 償還額は流動債についてネット計算されている。

④歳出入は1801年までネット, 1802年以降グロスの計数。戦時は, アメリカ独立戦争を除き, 図表2の区分で単純集計。同戦争については1775-83で集計。

⑤英国の会計年度は以下のように変遷している。

1691-1751 9月30日～9月29日 1752-1799 10月11日～10月10日

1802-1854 1月6日～1月5日 1855- 4月1日～3月31日

(出所) Mitchell [1962]

図表2 戦費調達における国債の役割

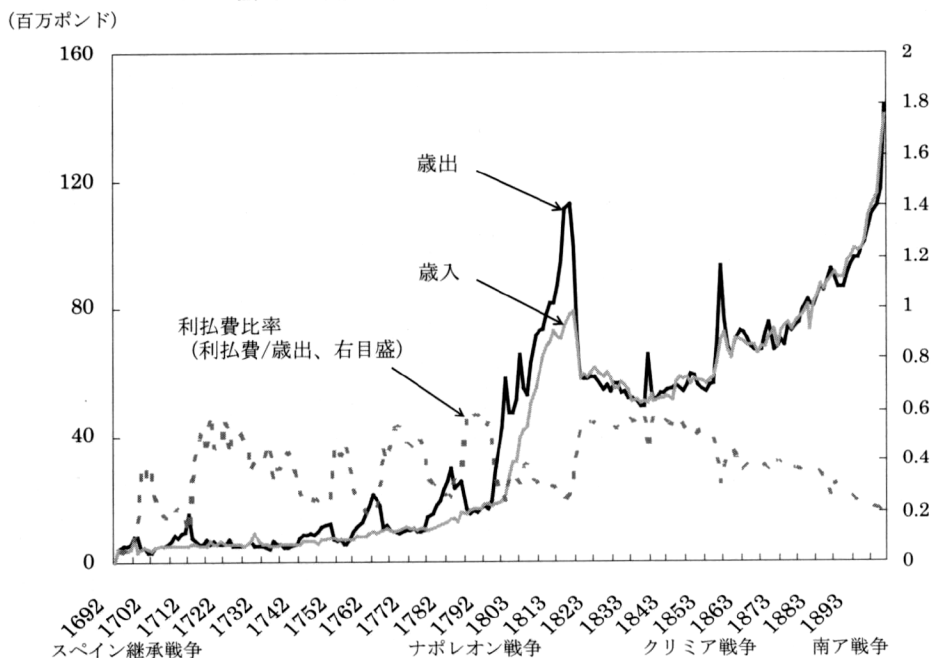
(単位 100万ポンド, %)

世紀	戦争	戦費(a)	国債増(b)	(b)/(a)%	税収
17	対仏戦争(1688-1697)	32.6	14.5	44.5	18.1
18	スペイン継承戦争(1702-13)	50.7	21.5	42.4	29.2
	オーストリア継承戦争(1739-48)	43.7	29.2	66.8	14.5
	7年戦争(1756-63)	82.6	59.6	72.2	23.0
	アメリカ独立戦争(1776-85)	97.6	94.6	96.9	3.0
19	フランス革命及びナポレオン戦争 (1793-1815)	831.5	504.9	60.7	326.6
	クリミア戦争(1853-56)	N.A.	32.4	N.A.	N.A.
	南アフリカ戦争(1899-1902)	217	149.5	68.9	67.5
20	第一次世界大戦(1914-19)	8,418	7,179	85.3	1,239

(注) 税収分は, 戦費から国債の増加額を差引いて求めている。アメリカ独立戦争と示した期間はアンドレアデス [1965] によるため, 本文中と異なる。

(出所) Hargreaves [1930], アンドレアデス [1965], 大蔵省 [1937]

図表3 歳出・歳入規模の推移(1) 1692-1900年



(注) ①1800年度までG.B., 以後U.K.である。

②歳出、歳入額は1800年度までネット計上、以後グロス計上となっている。歳出は投資的支出、償還賞(但し年金を除く)を含まない。歳入はインド軍貢納金および軍関係超過収入を含まない。

〔出所〕Mitchell [1962]

となっている。

この時期においては、政府が課税し、財政活動を行なうことは、かえって民間経済活動の負担となるとする考え方が支配的であり、平時においては極力歳出規模の削減努力が払われていた。19世紀における財政政策の議論は、歳出の削減努力を前提にした上で、どのような手段によって歳入を上げるか、その選択について行なわれていたようにみられる。

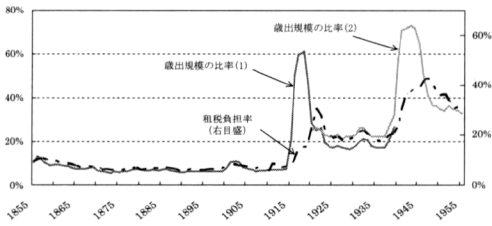
歳入面では、18世紀中は消費税が最大の税収を上げ、これに関税と地租査定税を加えたもので全体の8～9割が説明される。関税と消費税収入の大部分はビール、酒類、煙草、砂糖および茶などの消費財に対する課税であった。

戦費調達のための増税措置として特筆すべきものには、Pittによる所得税の導入(1799年)

がある。この戦時税としての所得税は、ナポレオン戦争終結後、1816年から1841年の間は廃止されていた。しかし、1830年代後半から1840年代にかけて、フランスとの関係悪化に伴う軍事費の膨張、農業不作、商業恐慌による税収の低迷などから政府は財政困難に陥り、これを打開するため、Peelによって再び所得税が導入されることとなった(1842年)。英国は、その後、積極的な世界政策と自由貿易主義を進めてゆくが、こうした世界政策を支える軍事費の増大と自由貿易主義による関税収入の減少を賄う歳入手段として所得税は重要な役割を果たしていく。

なお、19世紀中の税制改正についてみると、平時においては関税などをはじめとしてかなりの減税が行なわれている。その結果、租税負担率は1855年の9.4%から1900年には6.5%にまで

図表4 歳出規模と租税負担率の推移



(注) 歳出規模の比率(1)は、原則として Mitchell [1962] による歳出／国民所得、歳出規模の比率(2)は Peacock and Wiseman [1961] による歳出規模の対 GNP 比。ただし、(1)の1939年度以降については Annual Abstract による。

租税負担率は、租税収入／国民所得。租税収入は、国庫歳入総額から郵便、電報、電話料収入を除いた金額、国民所得は歴年、租税収入は年度

(出所) Mitchell [1962], Peacock and Wiseman [1961], Annual Abstract 各年版

低下している(図表4)¹⁾。

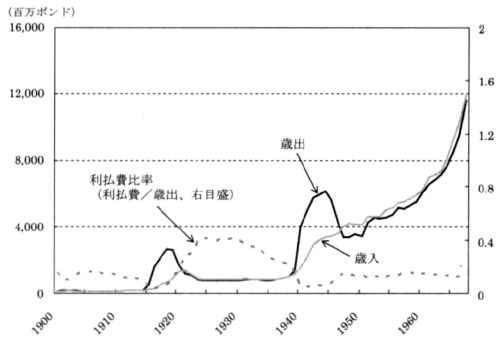
以上のように、19世紀までの英国財政においては、歳出、歳入の両面で財政規模の拡大を抑える動きがあり、平時の国庫収入はほぼ均衡していたため、戦費調達以外の大きな国債発行要因は見当たらない。

2. 20世紀初頭の財政

いわゆる「夜警国家」的な財政運営の態度が変化してくるのは、1880年代から1890年代以降のことである。1880年代から20世紀前半までの財政を分析したヒックス [1961] においても、政府部門支出全体の国民所得比の動きから、(1) 1913年までの政府部門支出は国民所得比で15%を超えなかったこと、(2) 戦争の後には政府部門支出の対国民所得比に水準の変化がみられること、が指摘されている²⁾。

国民所得に対する歳出の比率は、国防費急増を主因に、第一次世界大戦中に著しく高い水準に達した。戦争終結後には、ある程度の比率低下もみられたが、大戦前の水準にまでは低下せず、第一次大戦後1920年代における中央政府支

図表5 歳出・歳入規模の推移(2) 1900～1971年



(注) 〔出所〕図表3および6の注参照のこと。

出の対 GNP 比は戦前19世紀末の約2倍、15%以上の水準に定着している³⁾。こうした現象を Peacock と Wiseman は「転位効果」(Displacement Effect) とよんでいる。すなわち、戦争のための国防費の急増からひとたび歳出規模が拡大してしまうと、戦争が終了した後においてもその減少を埋め合わせるような新しい財政需要が発生し、歳出規模は戦前の水準にまでは戻らないとするものである。歳入面では、戦時であるためにほとんど抵抗を示さずに決定された高率課税が維持されるという事情が指摘できる。このため、新規財政需要の発生も直には財政赤字に結びつかない(図表4、5)。

歳出の内訳をみると、19世紀末より増大を始めた社会サービス関連支出が歳出構造を大きく変えている。中央・地方政府を通じた社会サービス支出のウェイトは、1890年に20.9%であったものが1930年には42.3%にまで上昇しており、戦時国債の累積によって著増した利払費とともに、歳出の過半を占めている⁴⁾。

社会サービスの内容は、教育(1870年教育法)、社会保険、扶助、住宅供給から成り、初等教育授業料の廃止(1918年フィッシャー法)、養老年金制度(1908年、70歳以上に家計調査の上支給)、国民健康保険、失業保険制度

(1912年、失業保険については1920年適用範囲拡大)の制定、改革などの施策が行なわれた。

こうした財政支出の多様化から、平時においても国庫収入が赤字となる年が若干みられるが、基本的には、第一次世界大戦中の大增税を経て、租税負担率は、第一次世界大戦直後には30.9% (1921年)と19世紀末(6.5%)の4倍を超える水準となっている(図表4)。その後も20%前後という高い水準が維持されていたことから、おおむね均衡財政が維持された。この結果、国債残高もほぼ横ばいで推移しており、20世紀初頭においても国債の発行要因は、主に南ア戦争や第一次世界大戦のための戦費調達に求められる。

3. 1930年代から第二次世界大戦

第一次世界大戦直後には財政事情の悪化とインフレに見舞われた経済も1920年度には黒字に転じる。このもとで満期が次々に到来する流動債を中長期債に借換えてゆく政策が継続され、年々の歳出、歳入は概ねバランスする時期が続いた。しかし、1929年には世界恐慌により経済状況が悪化したこと、さらに、1939年9月には独英開戦により第二次世界大戦が始まり、これを契機として、歳出(Above the Line)は国防費を中心として急膨張した。すなわち、歳出は、1938年度の10億1,890万ポンドから1944年度には61億7,950万ポンドへと年平均34.4%の伸び率で拡大していったが、そのうち国防費は、2億54百万ポンド(25.0%)から51億25百万ポンドへと増大し、歳出の82.9%を占めるに至った。同期間の年平均伸び率は60%以上であった。

戦費で膨張した歳出は、増税と国債発行によって賄われた。租税負担率は、1934年～36年

度平均の22.6%が、相次ぐ増税の結果、1941年度には31.8%となり、1944年度には41.5%にまで上昇した。また、戦費調達のため大量の国債が発行され、残高は1939年度末の78億9,920万ポンドから1945年度末にはほぼ3倍の236億3,650万ポンドとなる伸びを示している⁵⁾。

4. 均衡財政下の国債：第二次大戦後から1970年までの財政運営

第二次大戦後は、1946年度において歳出が歳入(いずれも Above the Line)を上回り、赤字財政となったものの、以後1972年度に赤字となるまで、画線上収支(ただし、1968年度からは統合国庫資金(Consolidated Fund))では、黒字を続けた(図表5)⁶⁾。

これを歳出、歳入両面から見ると、歳出は、戦争終了により国防費を中心として削減されたが、1949年度以降は増加に転じている。この背景としては、ベバリッジ報告(『社会保障および関連施設に関する報告』(1942年))を基礎とする社会保障制度の確立およびチャーチルの『雇用政策白書』(1944年)に宣言されるように、完全雇用達成が政府の義務となり、そのために財政政策が積極的に利用されるようになったことなどがあげられよう。

なお、中央・地方政府の歳出に占める社会サービス支出の割合は、1953年の29.7%から1971年には42.3%へと上昇している。

歳入面では、戦時中に行なわれた増税措置の結果もたらされた高租税負担構造が戦後も基本的に維持された。すなわち、国税ベースでの租税負担率は、1950～70年の間、概ね27%から35%程度となっている。このため、戦後比較的長期にわたって画線上予算は黒字を維持できる結果となった。

1970年代までは、歳入規模と歳出規模は概ね見合っており、その結果、収支比率は90%台を維持している。1950年から5年ごとに見ると、50年代前半は、戦後高くなった租税負担率を引き下げるために所得税を中心とする減税措置がとられたこと、40年代後半に行なわれた社会保障制度整備が一段落したこと等から歳入規模、歳出規模ともにバランスをとって縮小している。50年代後半および60年代前半は、歳入規模、歳出規模ともに変化が少ない（いずれもほぼ名目 GDP 並みに伸びた）。60年代後半は、1967年11月にポンド切下げ（1949年9月に次いで戦後2度目）となり、国際収支上の対応から、消費税・法人税等の増税が行なわれた結果、収支は若干改善した⁷⁾。

一方、Below the Line は、戦後1946年から1951年までの労働党政権下で産業国有化政策が進められ、これによって国有化された産業等に対する貸出を主因として、支出が収入を上回って増加した⁸⁾。国債の発行は Below the Line の収支で決まるため、貸付資金を調達するための国債発行により国債残高は1946年度から1970年度までの間、256億ポンドから334億ポンドへと年平均1.2%増のゆるやかな増加を続けた。

5. 政府債務残高と国債負担の推移

以上の財政運営の流れの中で、政府債務残高およびその対国民所得比の動きには、図表6にみられるように19世紀初めのナポレオン戦争後と20世紀初頭の第一次世界大戦後および第二次

図表6 国債の負担の推移

年度	(歴史的状況)	政府債務残高 (百万ポンド)	人口1人当り残高 (ポンド)	政府債務残高(d) 対GNP(国民所得)比	利払費の歳出 (a)に占める割合
1692	—	3.3	N.A.	N.A.	4.7
1710	スペイン継承戦争中	21.4	(c) 4.1	N.A.	18.0
1785	米独立戦争後	245.5	(c) 30.6	N.A.	35.7
1790	フランス革命直前	244.0	(c) 28.1	N.A.	55.8
(a) 1815	ナポレオン戦争終結後	778.3	40.5	(f) 2.6程度	32.4
1818	対国民所得比のピーク	(a) 844.3	42.0	(f) 2.9程度	54.3
1835	W.W.I. 前残高のピーク	(b) 846.1	33.7	(f) 2.1程度	43.9
1898	南アフリカ戦争直前	635.4	15.7	0.39	20.1
1902	南アフリカ戦争終結時	798.3	19.1	0.46	14.1
1913	第一次大戦直前	706.2	15.5	0.31	10.0
1920	第一次大戦終結時	7,623.1	164.0	1.35	28.8
1922	—	7,812.6	176.2	2.03	39.9
1930	第二次大戦前のボトム	7,582.9	165.3	1.92	36.0
1946	第二次対戦終結時	25,630.7	523.6	2.55	11.8
1950	—	25,921.6	516.1	1.95	13.6
1963	—	30,226.3	564.4	0.98	9.1

(注) (a) 1801年度以降 U.K.。但し、残高については1817年度以降 U.K.。

(b) 1835年度以降、総債務残高。それ以前は永久債と有期債の合計。1938年度以前は Mitchell [1962]、以後は Annual Abstract の各年版に基づいている。

(c) 人口は England & Wales (Rickman による)、1815年以降は U.K.。

(d) 対 GNP 比の欄は、1930年度まで対国民所得比となっている。国民所得データは、1801-1851 Deane & Cole, 1855-1914 Feinstein, 1915-1930 Prest, 各々の推計による。

(e) ピークとボトムは国債残高についてのものである。利払費の歳出に対する比率等については図表3の注を参照。

(f) 国民所得のデータがすべての年で利用可能ではないため、もっとも近い年度の国民所得データを用いて比率を算出している。

[出所] Mitchell [1962] および Annual Abstract 各年版。

世界大戦後という三つの大きなピークがある。はじめに、英国における国債発行の歴史と種類について、簡単にまとめておこう。

(1) 国債の歴史と種類

英国における国債が、国王の債務と区分され、議会によって課される特定の税を担保として調達されるようになったのは、1660年の王政復古以降のことである。1688年の名誉革命後、議会による裁可が組織化され、国王の債務との区別が明確化された。

永久債 (funded debt) の誕生は、イングランド銀行の発足と同時の1694年のことである。この目的はルイ14世との戦いのための戦費調達であり、120万ポンドがイングランド銀行の協力の下に調達された⁹⁾。対仏戦争 (1689-97) 後、1697年の国債残高は1,670万ポンドであったが、スペイン継承戦争 (1702-13) 後の1714年には3,620万ポンドの残高となった。その約3/4は年金形態のものを含む永久債であった。当時の資金調達は東インド会社や南海会社などの特権会社の設立と関係している。公募による資金調達が中心となってくるのは、1720年南海泡末事件以降のことである¹⁰⁾。

永久債は、政府には一定の期日またはその後償還を行なう選択権があるが、保有者には利払いの請求権はあるものの償還の請求権はないという意味で、永久的になっているものをいう。コンソル (Consols) は、Consolidated Annuities の略称であり、各種の有期、あるいは永久年金の形式をとっていた初期の国債が1751年に年利3%の永久公債に整理統合されたことに始まる。第一次大戦までの政府債務はコンソルの形態をとっているものが多い。

有期年金 (terminable annuities) は、きわ

めて小額であるが、国債管理委員 (後述) が民間の個人に売却してできた年金であり、現金または国債と引き替えに売却された終身年金のことである。

有期債 (unfunded debt) は、取引所で売買されている多くの証券、国債管理委員に対して発行される有期年金、国民貯蓄証券などの小額貯蓄証券 (1916年以降発行)、大蔵省証券 (Treasury bills) および一時借入金 (Ways and Means Advances) などの流動債 (floating debt) などから構成されている。

初期の借入れは主に "tally" (割符) を使った譲渡できない短期の流動債の形式をとっていた。1664年以降、利付きの譲渡可能債が発行され、1696年には「国庫証書」(Exchequer bills) となっている。1709年に、イングランド銀行が提示された国庫証書に対して現金化を行なった。以後、国庫証書は流動債の主要な形態となり、1750年までには中央銀行による国債管理が定着してくることとなる。しかし、イングランド銀行や南海会社が大きな役割を果たした調達の方式は、18世紀半ばには変化している。

大蔵省証券による短期での資金調達が可能となったのは、1877年の大蔵省証券法制定後のことである。大蔵省証券 (満期12ヶ月以内) は、商業銀行の第二線準備にも使われ、また、ロンドンの割引市場でも取引された。1914年以前の発行額は小さいが、第一次世界大戦の戦費調達では大きな役割を果たした。

なお、18世紀には富くじつきの国債発行や利子率を (したがって利払いを) 低位に維持しておくために相当のディスカウント発行も行なわれていた。

(2) 債務残高の推移

つぎに、債務残高の変遷を18世紀中、ナポレオン戦争後のヴィクトリア期（1837～1901）、20世紀初頭の時期および1931年の金本位制停止後から第二次世界大戦期までの時代区分により分析する。

(1) 18世紀中の政府債務残高は、4回にわたる戦争（スペイン継承戦争、オーストリア継承戦争（1739～48）、7年戦争（1756～63）、アメリカ独立戦争（1775～83））を経て漸次増勢の途をたどったが、こうした動きを決定的にしたのは、1793年から1815年にかけてヨーロッパ中を戦乱にまきこんだフランス革命とナポレオン戦争に伴う軍事関係費の膨張であつた。

1793年度末の国債残高は2億2,429万ポンドに達していたが、その後、フランス革命（1793～1802）、ナポレオン戦争（1803～15）を経て、1818年度末の残高は8億4,430万ポンドに膨れ上がった。ナポレオン戦争の戦費調達に際しては、高クーポン債では投資家が戦後の低利借換を予想するだろうとの見方に基づき、Pittが低クーポン債をディスカウントで発行するという政策を継続したこともあり、債務残高は一層増大した¹¹⁾。

終戦後1815年の政府債務残高は7億4,490万ポンドにも達している。ピークは、1818年度末の8億4,430万ポンド（ただしU.K.、以下同じ）であり、これは当時の歳出規模の14.7倍、国民所得の約2.9倍程度に相当すると思われる。この時期は、第二次世界大戦後と並び、英国史上、最も「国債の負担」の重い時期といえる（図表6および図表7）。

ナポレオン戦争を経た国債の累増により、英国財政においては、「歳出の50%以上を利払費が占める」という時期が1850年前後まで続くこ

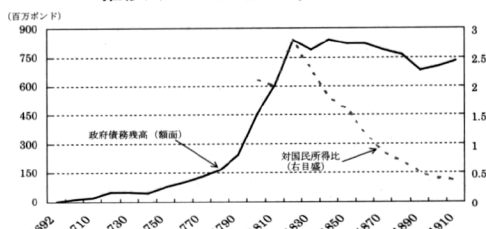
とになる（図表3）。

(2) ナポレオン戦争後19世紀末までは、世界のいずれの国も英国を脅かさず、特に19世紀の後半は英国の黄金時代であつた。産業革命（1860年代）後、生産力はますます上昇し、自由貿易主義が全面的に採用され、レッセ＝フェールの原則が貫徹された。このもとに、英国は「世界の工場」として無敵の地位を誇っていたのである。

こうした状況を反映して国民所得は、特に19世紀の後半にかけて大きく上昇し、対国民所得比でみた「国債の負担」の軽減に寄与している。政府債務残高も、19世紀前半におけるフランス革命とナポレオン戦争を主因とする増大以外はほぼ横ばいであり、19世紀後半から南アフリカ戦争直後にかけては順調に減少を続けた。

こうした19世紀後半の債務負担軽減に寄与し

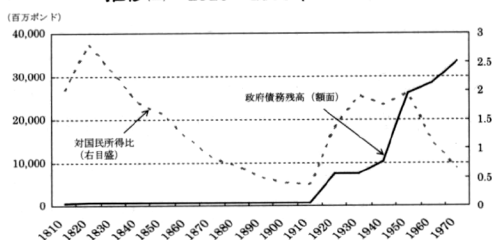
図表7-1 政府債務残高及びその対国民所得比の推移(1) 1692～1910年



(注) 政府債務残高は、1840年度以降総債務残高、それ以前は funded debt と unfunded debt の合計である。

〔出所〕 Mitchell [1962]

図表7-2 政府債務残高及びその対国民所得比の推移(2) 1810～1970年



(注)、〔出所〕 図表7-1に同じ。

た要因については後の節で詳しく論じるが、国債管理政策の面でのポイントをここでまとめておくと、

- ① 政府関係部局保有の国債を主な対象として有期年金への借換を行ない、毎年着実に元本返済を行なっていたこと¹²⁾、
- ② 1875年、剰余金繰入れに基づく旧減債基金と定額予算計上される国債費から支出される新減債基金の2基金がスタートし、この両者がそれなりに効果をあげたこと、

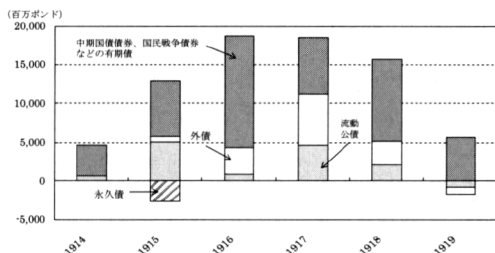
が指摘できる。

以上の結果、政府債務残高（総債務ベース）は、1898年度末には6億3,540万ポンドにまで下がり、対国民所得比も0.39となってナポレオン戦争終結時の1/7以下に低下する。

英国の繁栄期である19世紀には、国富の増大、経済取引の拡大を映じて財政面にも自然増収が生じ、財政収支が黒字となっている年が多くなっている（図表3）。19世紀半ばから南アフリカ戦争直前までの約40年間は、英国史において長期にわたる債務残高の減少がみられた唯一の時期である。1856年度から1898年度までの間、国債残高は年平均480万ポンド、年率0.6%の割合で減少し、42年間の債務減少額は約2億ポンドとなっている。

(3) 19世紀後半の減債努力にもかかわらず、20世紀初頭に再び債務残高が1870年前後の水準に逆戻りしてしまうのは南アフリカ戦争の勃発による。さらに、その後20年を経ずして第一次世界大戦に参戦することとなり、債務残高は一気に10倍の水準、78億7,560万ポンド（1919年度末）に達する。この時期の債務残高の負担を対国民所得比でみると1.5倍から2倍程度となっており、ナポレオン戦争後の水準は上回らないものの1938年以前のピークとなっ

図表8 第一次大戦期の資金調達における債務構成の変化



(注) 債務の年度末残高の計数からフローの値を算出して示したもの。

(資料) 大蔵省 [1937]

ている。

1914～18年の第一次大戦中は国債の急増期であり、以下のような新しい展開もみられた。すなわち、

- ① 流動債への比較的高い依存
- ② 中期国庫債券及び新しい中期債である国民戦争債券による調達
- ③ 1916年以降における少額貯蓄者を対象とした貯蓄債券の発行
- ④ コンソール債から5%有期（1929年から1947年に償還される）戦争債へのおきかえ
- ⑤ タップ方式の導入
- ⑥ 外債の拡大¹³⁾

などである。図表8は、こうした第一次大戦期における国債による資金調達の内訳を示したものである。

債務合計は、1914年の7億620万ポンドから1919年度末には78億7,560万ポンドに急膨張し、ピークに達している。中期債の利率は、1915, 16年には5%以下だったものが戦争後期には中長期債で $5\frac{1}{2}\%$ となり、1920, 21年には6%となった。既存の債券利率等も考慮した平均利率は戦争を経て急上昇し、1921年には $4\frac{1}{2}\%$ 以上となっている。

(4) 1920年代の課題は、第一次世界大戦に係る巨額の国債（特に流動債について）をいかに

処理するかであり、戦時債務の借換等の処理が一応完結するのは1932年のことである。

金本位制停止前の時期においては、全体に占める流動債の比率を約半分にする大規模な借換操作が行われた。この結果、1925年の金本位復帰までには長期債が大部分となったが、金利は金本位制とのかねあいから5%（1927年）前後と高く維持されたため、利払いの軽減は実現していない。その後、英国経済は世界恐慌（1929年）、金本位制停止（1931年）等の時代に入っていくが、金本位制停止により金利への制約がなくなり、銀行信用の拡張も可能となった1932年に19億21百万ポンドの $5\frac{1}{2}\%$ 戦争債務（1927-47年）を $3\frac{1}{2}\%$ 債務に借換える操作が行なわれている。

（5）第二次世界大戦の戦費調達

第二次世界大戦の戦費調達においても、国民戦争債券（National War Bonds）や国防債券（Defense Bonds）等のほか、大蔵省証券、大蔵省預金証書（Treasury Deposit Receipts）、一時貸付金といった流動債は大きな役割を担った¹⁴⁾。1938年度末には国債残高の12.9%であった流動債が、1940年からの大蔵省預金証書による調達、商業銀行からの借入制度等により、その割合を高め、1944年度末には国債残高の28.6%を占めるまでに増加している¹⁵⁾。

国債残高は、第二次世界大戦前のボトムである1930年度末の75億83百万ポンドから大戦終結時の1946年度末には256億ポンドへと著しく増加した。このため、国債の対GNP比も大きく上昇し、1946年には、大戦勃発前に比べて100%ポイント程度高い2.55の水準でピークを迎えるに至った。

II. 国債管理政策

－減債と借換による負担軽減－

政府債務は、一般には一定の期日経過後に償還されなければならないので、その最終的な負担の軽減を図るためには、債務の償還を行ない、債務残高を減らして（減債）いかなければならない。減債できない場合には、「利払費の節約＝低利債への借換」を行なうなか、あるいは経済成長やインフレーションにより実質的な負担を軽減させていくことが考えられる。

以下では、まず1930年代までの時期を中心に、債務残高の減少がみられた19世紀後半における債務の縮減要因を検討し、つぎに「国債の負担」軽減のための減債制度と借換操作の事例を示す。この時期においては、いくつかの制度的な減債の試みが行われており、また、第一次世界大戦前では政府債務の大部分が永久債であったこと等から、低クーポン債への借換操作も財政上の負担軽減に大きな役割を果たすものと理解されていた。第Ⅲ節では、マクロ経済要因の寄与を分析する。

1. 19世紀後半における債務消却要因の検討－剰余金による減債－

財政余剰が発生し、それをもって国債の償還が行なわれていく場合には、財政の黒字がいかにして生じたかが問題となる。一般には、①自然増収、②増税、③歳出削減、④賠償金、植民地からの収入等特別の歳入、の四つの要因が考えられる。

債務残高が減少した19世紀後半（1856年度から1898年度まで）をみると、国庫収支の累計は31百万ポンドの黒字となっている。この時代の

歳出規模については、前述のように「夜警国家」的財政観からつねに抑制基調の下におかれていた。他方、歳入については、自由貿易主義の立場からの関税減税をはじめとして相当規模の減税が実施されている。税制改正後の歳入は、ほぼ歳入に見合う伸びを示しているが、国庫収支には減税実施後でもなお年平均70～80万ポンド程度の剰余が発生している。

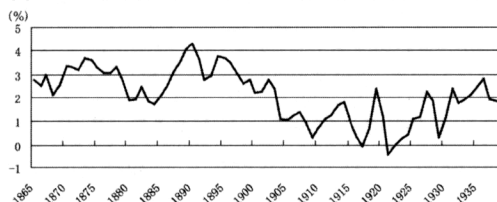
このほか、1856～1898年度の歳入の中には、有期年金の元利払い費2.2億ポンド（年平均約530万ポンド）が含まれており、この元本相当部分（計数は明らかでないが）も減債資金とみなしうる。

また、1875年度以降は歳入の中から「新減債基金」への繰入れも行なわれている。

以上のように、19世紀後半における減債資金は、主として、国庫収支の剰余金および予算繰入れから成っており、減税の実施、歳入の抑制を合わせて考えると、こうした資金は基本的には経済成長を背景とした自然増収によるものと考えられる。経済成長の規模は、Feinsteinの推計した実質純国民所得のデータにしたがって計算すると、1855年から1899年までの間の実質成長率で年平均2.9%（1人当り実質2.0%）となっており、1880年から1899年の20年間では毎年平均3.5%の実質経済成長（1人当り2.6%）がみられた（図表9）。

なお、特別の収入にあたると考えられる歳入項目には、賠償金、植民地からの収入（主にインド軍貢納金（The India Military Contribution））、政府の持つスエズ運河会社株式（1875年買収）への配当等がある。こうした特別の収入の財政への寄与度については見解が分かれている。すなわち、スエズ運河株配当など過去の投融資から生じた収益は「特別の」収入として

図表9 実質国民所得（1人当たり）の成長率（1855～1946）



（注）実質国民所得（1900年価格）の算出にはA.L. Bowleyの生計費指数および労働省生計費指数を用いた。1人当たり国民所得の算出はRegistrar-Generalの人口数（Chapter 1, table 3）による。10年移動平均値を示している。

〔出所〕Mitchell [1962]

分類される性質のものであるかどうか、インド等植民地からの貢納金についても植民地経営のコスト等をどのように考慮するか、等について論者により評価が異なっている¹⁶⁾。

2. 減債制度と有期年金による減債

減債基金への財源繰入れの方法としては、低利借換による利子節約分の繰入れ剰余金や歳入からの定額、発行額や残高に対して定率の繰入れ等いくつかの方法がとられた。減債基金の機能としては、償還資金の規則的な確保が第一であり、つぎに資金の活用による国債価格の維持が期待された。特に、第一時世界大戦中に発行された戦時債のために設けられた個別の減債基金においては、市況対策基金として国債価格の維持が重んじられたようである。

運用の具体的な方法は時期によって異なるが、1786年にPittが設定した減債基金以降は国庫から国債委員へ資金が払い渡され、国債委員が市中から国債を買入れ、消却もしくは保有した¹⁷⁾。

制度的な減債の試みとしては、減債基金の維持のほか、有期年金の形式を利用した規則的な償還も行なわれた。すなわち、債務が有期年金の形をとっている場合には、年々利子部分とと

もに元本の一部も返済されていくので有期年金の期間満了時には債務元本も消滅することとなる。したがって、有期年金の形式を利用すれば元本償還の負担は長期にわたって平準化でき、かつ規則的に減債を行っていくことができる。このため、特に1860年代から1890年にかけて、永久債をまず有期年金に借換え（ただし、一般の投資家は有期年金を好まなかったため、主に政府関係の機関保有国債が対象）、これにより確実に減債を図っていく政策がとられた¹⁸⁾。

3. 減債制度の具体的な事例

英国の国債史において、政府が減債もしくはそのための制度確立に努力した時期は、大きく把えて3回あると思われる。これらのうち、現実に債務残高の減少がみられたのは、第3の時期においてである。

(1) 第1の時期は、17世紀後半の個別（各債券に固有の）減債基金の設置から始まって、1716年これらが統合され、さらに Walpole 減債基金が設けられた18世紀前半までの時期と考えられる。

この時期の減債制度整備の目的は、債務残高の減少よりもむしろ利払いおよび償還のための

財源を確保することによって、政府債務の信用力を高め、よって借入コストの低減を図ろうとした点にあったと思われる。すなわち、初期の国債は短期かつ大幅な割引形式のものが多く、また、政府はしばしば財政危機に陥るなど、信用力が乏しかったことから割引率がきわめて高かった。こうした状況を改善するための方策の一つとして、利払い財源を確保するための基金を設けることが考えられたわけである。

個別の債券毎に特定の租税繰入れをもって維持されていた各基金は、1716年、Walpole によって「統合」「一般」「南海」の三基金に統合された。さらに、これらの基金の利払費支出後の剰余および低利借換による剰余金から減債基金が設けられた。しかしながら、この減債基金が債務の償還のために果たした役割は小さく、国債利子を支出するために特別に課される様々な税の調整のための会計として機能し、債務減少に対しては名目的な働きしか行わなかったとされている。

(2) 第2の時期は、アメリカ独立戦争終結後、いくつかの対外紛争の結果累積した国債が問題となった1785年から19世紀初めまでの時期である。

図表10 減債基金の推移

(単位 100万ポンド)

基金名	財源	基金収支	政府債務残高（年度末）	備考
Walpole 減債基金 (1716-1788)	指定の租税繰入れ。(従来あった三つの基金を統合)(利払費、取扱費にも支出、その余剰で減債を行なう。)	1718年～1728年の総収入：12.73 1733年から1741年の間の経常支払への流用は6.7百万ポンドと見積もられている。	1716 37.9 1788 245.1 +207.2	実際に機能していたのは、当初の数年度。以後は一般歳出への流用が多くなる。
Pitt 減債基金 (1786-1829)	国庫からの定額繰入れ及び1792年以降は起債額1%相当の定率繰入れ。	1786年～1829年の間に482.3百万ポンドを消却。	1786 246.2 1792 241.6 △4.6 1828 801.3 +559.7	財政収支が赤字でも減債基金を維持。この点が批判される。
1875年 減債基金 (1875-1954)	(旧減債基金)：前年度剰余金(新減債基金(NSF))：定額予算計上された国債費から利払費(年金には元本を含む)、国債取扱費を控除した残額。※その後一部制度変更あり。	1880年から1899年の間における 新減債基金の金額：5.7 債務返済のための総資金：33.8 1902年から1913年の間における 債務返済のための総資金：122.2 うち固定債務費用からの充当：91	1875 769.4 1899 638.9 △130.5 1913 706.2 +67.3 1920 7,623.1 +6,916.9 1931 7,648.0 +24.9	減債基金のほか、有期年金への支払いという形で減債も進む。 1875-1913年度 有期年金経費 226.4 利払費計 954.9

〔出所〕 Hargreaves [1930] および Mitchell [1962]

図表11 債務残高の推移

(単位 100万ポンド, %)

年度末 ／ 債務残高	1755 (7年戦争)	1764 (7年戦争終結時)	1770 —	1774 (アメリカ独立戦争直前)	1784 (アメリカ独立戦争終結後)
債務残高	72.5	134.2	130.6	127.7	242.9
利払費の比率	38.4	45.7	46.8	48.2	35.8

(注) 利払比率の定義は図表3に同じ。

〔出所〕 Mitchell [1962]

18世紀半ば以降、7年戦争、アメリカ独立戦争と戦費の増大が続き、政府債務も増加の一端をたどった。特に、戦時中発行された短期債務に対しては低クーポンでの長期借換が行われ、戦争を経る毎に債務残高は倍々に膨らんでいったため、国債の償還問題が財政上の課題として注目されることとなった(図表11)。

こうした状況下、1783年に会計委員会が、歳出入の剰余から減債基金を設けること、剰余の作り方としては貿易ルートの開発や産業の振興、そこへの自由競争の導入、また、政府自体の任務としては不要部局の廃止による経費節減の努力を要請した。

これをうけて、Pitt は既存の減債基金を改め、1786年に国庫からの定額繰入れ(当初年間100万ポンド)を財源とする減債基金制度(1786年減債法)をスタートさせた。同時に減債基金の管理を担当する国債管理委員(The National Debt Commissioners)が任命された。1792年以降は起債額に対する1%の定率繰入れも加えられたが、こうした繰入れは、その後のフランス革命、ナポレオン戦争の財政窮迫時にも維持された。この結果、1786年から1829年までの間に4億82百万ポンドの債務が消却された。しかし、一方でこの間にグロスで20億ポンド以上の新たな起債が行なわれたため、債務残高は2億46百万ポンド(1786年度末)から8億130万ポンド(1828年度末)へと、逆に大幅に増加してしまっている。

このように、減債基金への繰入れ維持のために借入れを行っていたことは、下院の調査委員会報告等において批判され、1829年に Pitt 減債基金は全廃された。その後は、国庫収支剰余金による減債のみとなる。

以上をまとめると、この時期の減債制度は、制度としては厳格に維持されていたものの、制度創設後10年を経ずしてフランス革命、ナポレオン戦争の混乱期に入り、減債の実をあげることができなかったばかりか、硬直的な運用のためにかえって長期的には財政にマイナス(低利償還のための高利借入れ)をもたらしたといえよう。こうした経験の結果、「真の減債財源は剰余金の範囲に限られるべきである」という当然の原則が再確認され、この後しばらくはできるだけ財政を均衡させ、新たな借入れを増やさないことが国債に関する政策態度となる。

(3) 第3期は19世紀の後半であり、債務残高や対国民所得比のいずれの指標でみても「国債の負担」が減少した時期である。

対国民所得比の著しい低下は、基本的にはいち早く産業革命を達成した英国経済の急成長によるが、債務残高の減少には、第1に1860年代以降主に政府関係部局保有の国債を対象に行なわれた永久債の有期年金への借換とその償還、第2に1875年減債基金による償還活動が寄与している。

この時期においては、財政改革によりある程度の租税負担軽減が達成された後、国債償還へ

の関心が高まったことを背景に、1875年に新たな減債基金制度が設けられた。当時の大蔵大臣 Northcote により提案された減債基金は、前年度剰余金を財源とした「旧減債基金 (Old Sinking Fund)」と、定額予算計上された国債費 (「国債費定額」 (permanent annual charge for the National Debt)) から利払費 (年金には元金を含む) および国債取扱費を控除した残額が繰入れられる「新減債基金」の二つから成り、規則的に、かつ弾力性を保ちながら減債を進めていくことが図られた¹⁹⁾。

こうした両基金は一応の効果をあげ、財政収支も平均して黒字を保っていたことから、1875年から南アフリカ戦争の直前 (1898年度末) までにネットの合計で1億32百万ポンドの債務が償還されている。ただし、1880年代後半以降には、新減債基金の定額水準が削減される事態も生じ始めている。

これらの減債基金制度は、戦時中一時的に停止され、また1923年、1928年に一部制度改革が行なわれたが、形式的には1954年歳入法による制度廃止まで存続した。しかしながら、二度の世界大戦を経た債務残高の著増から実質的な意味は失われている²⁰⁾。

4. 借換操作

借換操作は二つのパターンに分けられる。第1は利払い負担軽減のための「低利借換」 (Conversion) であり、第2はFundingとよばれる操作で「長期借換」と訳される。

第一次世界大戦以前の政府債務の構成においては、その大部分が永久債であったこと、19世紀中には物価の低落がみられたこと、等から低クーポン債への借換は財政負担軽減を図るための重要な政策として位置付けられていた。

(1) 利払いの負担軽減のための低利借換 (Conversion)

「借換」とは、政府が一般的な利子率の下落を利用して、最期近償還期日 (earliest redemption date) を過ぎた国債の保有者に対し、より低い利率の債券をオファーする操作をいう。年々の利払いの負担軽減のため、利子率の低下時に表面金利の低い債券に借換える操作がしばしば行なわれた。図表12は、コンソルのクーポン水準と利回りの推移および物価指数の動向とともに主な借換操作の事例を示したものである。

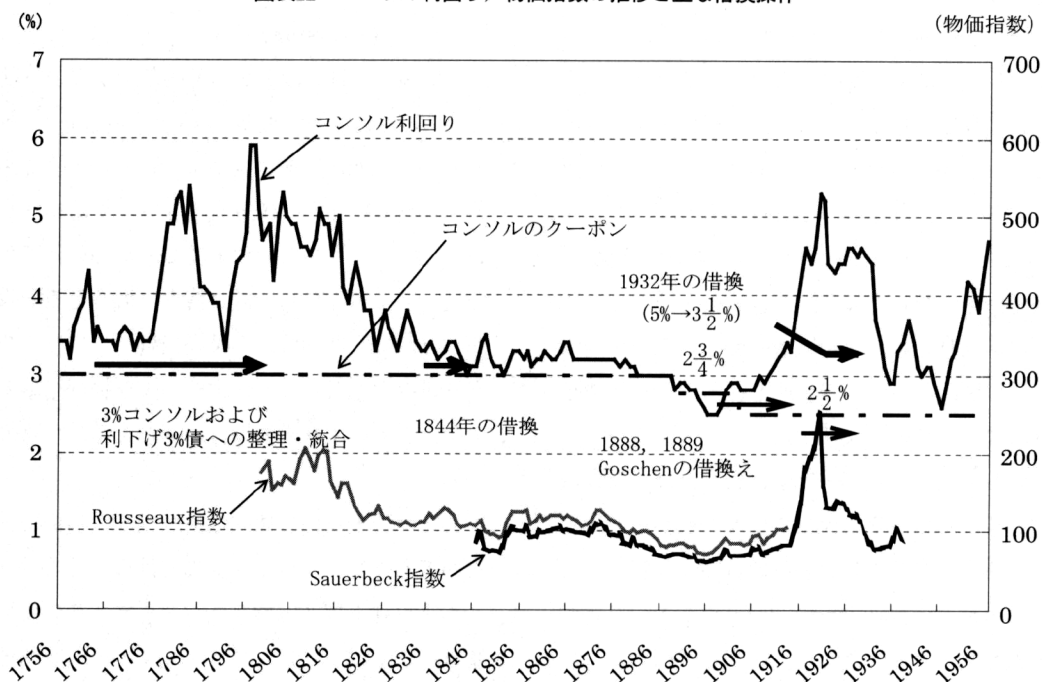
また、図表13に具体的な借換操作の事例をまとめてあるが、18世紀半ばにおける3%コンソルおよび利下げ3%債 (当初 $3\frac{1}{2}\%$) への債務整理・統合や1888、89年の Goschen の低利借換 (5億91百万ポンド) などが大規模な借換操作の例である。

対仏戦争後、債務が1,670万ポンドに達した1697年には、tally から永久債 (funded debt) への最初の長期借換が行なわれている。このときの永久債の比率は20%であったが、スペイン継承戦争後の1714年には、残高36百万ポンドに達する債務の約3/4が永久債となっている。

1717年に6%から5%への借換が行なわれ、1727年には5%債から4%債への低利借換が行なわれた。1737年にも3%債への借換が試みられたが、このときは国債保有者の反対にあい、失敗している。

1739年～48年のオーストリア継承戦争を経て国債はさらに増大し、76百万ポンドに達していたが、最初の大規模な低利借換は、1749、1750年に行なわれた3%コンソルへの整理・統合である。クーポンは、当初 $3\frac{1}{2}\%$ 、1755～57年には自動的に3%に引下げられることとなってい

図表12 コンソリ利回り、物価指数の推移と主な借換操作



(注) 物価は、P. Rousseaux の overall index (1865～1885平均=100) および A. Sauerbeck の overall index (1867～77=100) である。overall index は、農作物合計指数と主要工業製品の平均であり、これらの指数を構成する価格は主に卸売物価と輸入単価である。

〔出所〕 Mitchell [1962]

た。同時に、過去の年金型の国債を統合して利下げ3%債 (the 3% “reduced”) が創出された。この債券は、1800年3%コンソリが主流となるまでの間、国債の主要銘柄となる。

Pitt の減債基金が機能しなくなった1820年以後にも永久債の大部分は低利率のものに借り換えられている。1844年には一つの操作としては当時最大規模である2.5億ポンドの借換が行なわれている。1853年には、Gladstone の借換計画が提示された。彼は、中長期の国庫証券 (exchequer bonds) を導入し、合わせて利率を3%以下にしようとしたが、当時のコンソリ価格の低落から成功しなかった。

3%以下への低利借換が実現したのは、2番目の大規模借換である1888、1889年に行なわれた Goschen の借換においてである。この際に

も段階的にクーポンを下げる方式がとられ、3%債 (旧コンソリ) は、1903年には $2\frac{3}{4}\%$ へ、1923年には $2\frac{1}{2}\%$ へと利下げされた。

払込みにあたっては、旧債による場合、現金での払込みも認める場合、いずれのケースもみられる。旧債による場合は額面で乗り換えられる場合もあるが、多くの場合、新・旧債券間の交換比率が定められ、利回り調整される。旧債の保有者には、一定の期間をもうけ、旧債の償還を求めるか、あるいは新債券への乗換えに応募するか オプションが与えられる形となった。借換が強く望まれる場合には、新債券へのボーナスの付与や借換を取り次いだ銀行やブローカーへの手数料の支払い、新債券の購入者に富くじ国債を交付する、一定期間の非償還保証をつける、等の誘引措置がとられたことも

図表13 借換操作の事例

(() 内は対象となる国債の額, 単位 100万ポンド)

年	借換操作の内容		
	借換対象債券	新債券	備考
1694	tally (1.2)	永久債	イングランド銀行資本金を見合いに tally の funding を行う。
1717	6 % 債	5 % 債	借換先は主にイングランド銀行、南海会社。この借換による利払い節約額は減債基金繰入れ。
1749 1750	} 4 % 債 1731年以降発行の 3 % 年金 海軍、兵器局債務 (3.67) 海軍債等流動債 (1.36) 流動債	3 % 債 (但し、1757年12月まで $3\frac{1}{2}\%$ 、その後 3 %)	3 % コンソル及び利下げ 3 % 債への債務整理、及び統合
1751		3 % コンソル (9.14)	
1763		4 % 債 (3.48)	
1765		3 % 債 (1.48)	
1766 ～68		3 % 債 (4.9)	
1770	1762年統合の 4 % 債	3 % コンソル	(借換促進のための富くじつき)
1781	1760、62年発行の 4 % 債	利下げ 3 % 債に統合	(満期に伴う操作)
1782	1758年以降の $3\frac{1}{2}\%$ 債 (4.5)	3 % コンソルに統合	
1784 1785	海軍証券等米独立戦争時の流動債 (16.26)	5 % 海軍年金及び 5 % 債	(非償還保証付き)
1793 1802	(4回にわたる流動債の funding)		
1816	3 % コンソル 16.9 利下げ 3 % 債 10.3 現金払込 0.3	$3\frac{1}{2}\%$ 債 (27.3)	戦時税の廃止に伴う財政危機→収入プレミアムを得るために低クーポン債の高利償還実行
1822	5 % 債 (149.6)	4 % 債 (157.1)	7年間非償還保証付き
1824	4 % 債 (76.3)	$3\frac{1}{2}\%$ 債 (76.3)	バー発行、5年間〃
1830	4 % 債 (153.7)	① $3\frac{1}{2}\%$ 債 ② 5 % 債	①はバーで交換し、10年間非償還保証付き、②は100に対して70の払込みで42年間。
1834	4 % 年金 (10.6)	$3\frac{1}{2}\%$ 年金	不同意者分4.1は国債委員会が買い上げ。
1844	1818年 $3\frac{1}{2}\%$ 債 利下げ $3\frac{1}{2}\%$ 債 新、旧 $3\frac{1}{2}\%$ 債 借換不同意者への消却 (248.8)	3 % 債 (但し、10年経過後は $3\frac{1}{2}\%$)	
1853	南海会社債 3 % コンソル、利下げ 3 % 債	$2\frac{1}{2}\%$ 債他	
1863	The Trust Savings Bank Fund 保有の永久債 (5)	1885年までの有期年金	その他を含め、1863～1880年の間に計118.2の政府部局保有債の年金化
1867	同 (2.5)	〃	
1867	The Post Office Saving Bank Fund 保有の永久債 (2.5)	〃	
1880	国庫債券 (6.0)	〃	
1885	満期到来有期年金の一部及び政府 関係機関保有債権 (計70)	1890年～1905年の間に満期となる有期年金	
1888 1889	} 3 % 旧コンソル (590.8)	$2\frac{3}{4}\%$ 債 (565.7)	Goschen の借換、借換促進のためのボーナスつき
1905	国庫債券 (10)	10年債 (毎年元本 $\frac{1}{10}$ ずつ返済)	
1919 ～32	戦時債	借換債等	第一次世界大戦後の借換操作期

〔出所〕Hargreaves [1930]

あった。ただし、こうした旧債保有者に対する優遇措置等については財政負担を増すものであったとする批判的な見解もある²¹⁾。

イングランド銀行は、自行保有分についての積極的借換応募、借換計画作成へのアドバイスのほか、借換不同意者への償還資金融通等の協力を行なった。

以下に示すものは、1932年における借換の場合の借換促進策の例である。

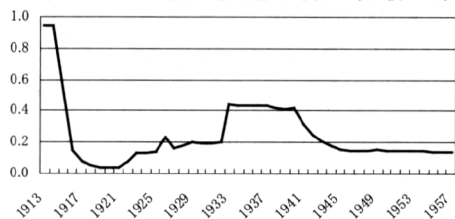
- (1) 借換対象は、総額21億ポンドにのぼる5%戦時国債。新債は、 $3\frac{1}{2}\%$ 債で償還は1952年またはそれ以降。
- (2) 借換促進策の例：
 - ① 最初1ヵ月以内に借換の応諾を通知した保有者に対しては借換債100ポンド当り1ポンドの現金ボーナス
 - ② 借換に同意する書面をイングランド銀行に取次いだ銀行、ブローカー等に対しては借換債100ポンド当り5シリングの手数料支払い
 - ③ 他の投資手段の抑制、非公式な全面的起債抑制および国民貯蓄証券の販売停止
 - ④ 「戦時国債借換広報室」の設置および広報活動
 - ⑤ イングランド銀行は、借換不同意国債を担保とする貸出を行なわない。

(2) 長期借換 (Funding)

「借換」と区別される「長期借換」(Funding)とは、本来、利払い、償還財源の確定していない流動債を、そうした基金をもつ永久債に変換することを意味していた。

長期借換の場合には、新債券のほうが旧債券より期間の長い債券となり、満期構成の長期化を達成する。多くの場合、戦時中の戦費調達のため、海軍証券、国庫証券等の短期債として発行された債券の戦後処理として、戦後の金利低下時に低利借換も兼ねた「長期借換」(Funding)が盛んに行なわれた。

図表14 第一次大戦前後の債務構成の変化－永久債の比率



(注) 永久債 (funded debt) と有期債 (unfunded debt) の合計を1とした場合の funded debt の構成比。

〔出所〕 Mitchell [1962] および Annual Abstract of Statistics 各年版。

ため、海軍証券、国庫証券等の短期債として発行された債券の戦後処理として、戦後の金利低下時に低利借換も兼ねた「長期借換」(Funding)が盛んに行なわれた。

図表14に示すように、例えば、第一次世界大戦の前後でみると、戦前は9割を占めていた永久債の比率は大蔵省証券や5%の戦時国債(5～10年債)、国庫証券等、中・短期債による戦費調達の結果、戦後にはわずか4%程度にまで低下し、債券の満期構成は急速に短期化した。このため、戦後においては次々に満期の到来する債務に対して長期借換が行なわれた。その結果、1925年の金本位復帰までには長期債が大部分となり、さらに1920代末には多くの債券の償還期日が1940年代もしくは1950年代以降という姿とされた。永久債の構成比は、1929年度末に19.5%、1938年度末には41.3%となっている。

(3) 金本位制停止後の借換操作

1932年には5%戦時国債について19億21百万ポンドという大規模な1952年以降償還 $3\frac{1}{2}\%$ 債への借換 (Conversion) が実施され、利払い負担の軽減が図られた。これは、1931年9月の金本位制停止により金利への制約がなくなり、銀行信用の拡張も可能となったことを利用して

実施されたものである。公開市場での買いオペにより市中に流動性が供給され、借換開始当初には3.5%を上回っていた金融環境の下で、結果として低利借換が実現したのである。

Ⅲ. 経済成長とインフレーション による「国債の負担」の軽減

1. 概 観

すでにみたように、経済成長やインフレーションというマクロ経済要因も「国債の負担」を軽減する大きな要因である。特に、1930年代から第二次大戦後の時期においては、新規借入れを増やさないという形での消極的対応はみられたが、債務残高の減少はみられなかったこと、一般的な減債制度は存在していないことから、第二次世界大戦の結果として累積した巨額の国債の対GDP比での負担軽減においては、経済成長やインフレーションが重要な役割を果たした²²⁾。

第二次大戦の終結時には、国債の大半は有期の償還期限を有する証券となり、償還は現金償還によることとなっていた。償還のための資金は借換債の発行によって調達されている。もっとも、特定の国債の発行を特定の満期債の返済や借換に結びつけるという試みはなされていない。借換のための債券発行も新規財源のための債券発行も、国庫の資金繰りとして同等に取り扱われており、発行条件は市場実勢となっており、債券の種類・期間も多様化されている。

なお、第二次大戦後数年間は、産業復興等を目的とした低金利政策がとられ、満期の近づいた第二次大戦中に発行された大量の国債に対しては、低利借換および長期借換による満期構成

の長期化が積極的に行なわれた。

その後、低金利政策が維持できなくなり、市場実勢での発行、債券の期間の多様化が進められたため、低利・長期借換はそれほど重要ではなくなってきている。もっとも、第二次大戦後における債券の流通利回りはインフレの進行とともに年々上昇しており、借換は事実上「高利借換」となっている。

こうした状況のもとで、英国における国債管理の主眼は、第二次大戦直後の低利・長期借換志向（利払費の負担軽減、期間構成の長期化）から、内外投資家に対して国債への投資意欲を最大にさせるような市場の維持を目指すものへと考え方が変化してきている。

2. 経済成長とインフレーションの寄与

政府債務残高の対国民所得比が減少を示した第1の時期は、1820年代から第一次世界大戦の直前までである。このうち、1854年までは国民所得統計が十分に利用可能でないで、インフレ要因と経済成長要因への分解はできないが、1821年から1855年までの間に、名目国民所得は約2倍になっていること、他方、債務残高はほぼ横ばいであり、物価はどちらかという下落傾向であったことから、実質経済成長が政府債務の相対的負担を引き下げたものと思われる。

図表15は、Deane and Cole [1962] に示された19世紀中の英国における実質成長の推移を再掲したものである。3%以下でスタートした19世紀の長期的な実質経済成長率は、鉱工業分野および貿易関連の高い伸びを中心に、30年代、40年代にやや停滞の時期をはさみつつも、世紀後半に加速していることが分かる。1人当たりでみた実質経済成長の伸びも後半では2%に近い高いものとなっている。

図表15 19世紀における英国の実質成長率の推移
(単位 %、年率)

時代区分	国民生産 (実質)	うち 鉱工業、建設	うち 貿易・運輸	1人あたり 実質国民生産
1800年代 ～1830年代	2.9	4.7	3.0	1.5
1810年代 ～1840年代	2.9	3.7	2.5	1.5
1820年代 ～1850年代	2.3	2.3	2.8	1.1
1830年代 ～1860年代	2.2	3.0	2.8	1.0
1840年代 ～1870年代	2.5	2.7	3.2	1.3
1850年代 ～1880年代	3.2	3.5	3.7	1.9
1860年代 ～1890年代	3.3	3.5	3.6	1.7

〔出所〕Deane and Cole [1962] 詳細は、同書 p. 170の表 38, 注を参照。

こうした高い実質経済成長が19世紀後半の「国債負担の軽減」に寄与した割合を推し量る一つの目安として、図表16に寄与度分析の試算を示した。1855年以降については、上記 Deane and Cole にも引用されている Feinstein の国民所得推計が利用可能である。物価については、図表13に示した Rousseaux の指数があるので、これを用いて実質化し、「国債残高／国民所得比」の低下率に寄与した要因を、「債務残高の低下による部分」と「実質経済成長による部分」および「物価変動による部分」に分けて示したものが図表16である。

国債残高の対国民所得比の低下に寄与したのは、主として実質的な経済成長であり、物価についてはむしろ低下傾向であったため、「国民負担」を重くしてしまう要因として扱えられること（図表13も参照）、債務残高の減少も一つの重要な要因であったことが分かる。

これに対し、第二次世界大戦後における国債残高の対 GNP 比の低下においては、物価変動

図表16 19世紀後半における「国債残高／国民所得比」低下の要因分解

	対国民所得比 の変化(%)	債務残高の 変化分	実質国民所得 の変化分	デフレータ の変化分
1855→1860	△ 6.5	1.9	△ 9.3	0.8
1860→1865	△16.6	△ 1.1	△15.5	△ 0.0
1865→1870	△14.3	△ 2.3	△14.5	2.5
1870→1875	△18.6	△ 3.0	△14.8	△ 0.8
1875→1880	3.9	0.4	△ 2.2	5.7
1880→1885	△ 7.3	△ 3.9	△17.3	13.8
1885→1890	△25.0	△ 6.2	△20.8	1.9
1890→1895	△ 8.5	△ 4.3	△10.9	6.7
1895→1900	△19.8	△ 2.8	△ 8.8	△ 8.3

〔注〕物価要因は、Feinstein の実質国民所得データを用いてインプリシット・デフレータとして算出し、試算した。比率の各要素を対数変換し、比率の変化率に一致するよう寄与度表として構成している。

〔出所〕国民所得、国債残高いずれも Mitchell [1962]。

図表17 第二次大戦後における「国債残高／名目 GNP 比」低下の要因分解

	対名目GNP 比の変化(%)	債務残高の 変化分	実質国民所得 の変化分	デフレータ の変化分
1948→1953	△29.8	1.1	△ 9.0	△21.9
1953→1958	△23.4	3.9	△14.3	△13.0
1958→1963	△18.0	8.3	△13.6	△12.7
1963→1967	△17.0	6.3	△10.4	△13.0

〔注〕寄与度分解の方法は図表15に同じ。名目 GNP から WPI を用いて GNP を実質化している。

〔出所〕Annual Abstract of Statistics 各年版

による寄与の程度が大きくなっている。1946年から1971年までの間、Above the line と Below the line を合わせた収支は前述のようにそれほど悪化しなかったため、債務残高の伸びは年平均1.2%という低い値にとどまった。この間、名目 GNP は年平均6.9%の伸びであったので、国債残高の GNP 比は2.55から0.62にまで低下している。この低下を同様に寄与度分解してみると、図表17に示すように、物価上昇と実質経済成長の概ね同程度の寄与により比率の低下が説明されることが分かる。特に、戦争直後にはインフレーションによる比率の低下が大

きかった。つまり、巨額の赤字を出すことなく一定の規律の範囲内で財政運営を行ない、償還期限の到来した国債については借換を行なって国債残高の伸びを抑制していけば、一定期間の経過後には名目GNPの成長により対GNP比は相当程度に大きく低下するわけである。

IV. 結 論

以上でみたように、ナポレオン戦争の戦費を中心とする19世紀での国債負担は、基本的には、卓越した世界経済における優位性を背景とした生産性の上昇を伴った経済成長が解消した面が大きい。19世紀後半から20世紀直前までの間は、英国財政の歴史において、債務残高が名目でも減少した唯一の時期である。国債管理政策の点でも、政府関係部局保有の国債を主な対象として永久債から有期年金への借り換えを行ない、毎年着実に元本返済を行なってゆくとともに、財政は基本的に均衡していたことから、1875年以降に設立された減債基金の制度が一定の成果をあげたことも重要である。

もう一つの大きなピークであった第二次世界大戦に伴う国債の負担は、基本的には、インフレーションをともなった名目経済成長の継続により、急速にその対GDP比が低下することとなった。

政府は、戦時に高い金利、短期で借り入れた国債を、戦後においては、低利、長期への借り換えを進め、利払い費が財政の圧迫要因にならないよう注力していたことも国債管理政策の重要なポイントとして指摘できる。もっとも、第二次世界大戦後の市場志向の国債管理政策の下では、こうした当面の利払いへの対応を中心に運営することは現実的ではなくなり、当局自体

も投資家への配慮を重視するような政策姿勢の転換を行っている。

国債をどのような意味で負担と考えるかについては、今日において、なおいくつかの異なった立場があるが、巨額の国債残高が年々の財政を通じた資源配分機能を制約することには異論がないはずである。国債の負担をマクロ経済との関係でみれば、必ずしもその名目残高の減少が重要とはいえない。しかし、短期に負担軽減を達成できる特別の方策や政策手段がないことは、長い英国財政の歴史からも明らかである。長期にわたる高い実質成長率による経済発展が見込めない限り、まずは、残高を増加させないこと、そのためにはプライマリーバランスの均衡の回復を図ることが国債負担による財政制約回避への第一歩であることは、自明の結論ともいえよう。

注

- 1) 1938年度までの計数は原則としてMitchell [1962] に示されている各種統計による。一部財政関係は、Annual Abstract of Statistics 各年版による。各図表の注も参照。
- 2) ここで政府部門支出とは、中央政府と地方団体の経常支出および公営企業の経常勘定の総支出。公社は除く。
- 3) Peacock and Wiseman [1961] による。Mitchell [1962] の各種統計からグロスの歳出規模（郵便関係を含む）の対国民所得比を試算すると、1890年代の7%強から1920年代には20%を超える水準となっている。
- 4) Peacock and Wiseman [1961] の中央・地方政府支出の機能別分類による。
- 5) 1935年以降の計数はAnnual Abstract of Statisticsの各年版による。一部、国債残高の数値はDMO (Debt Management Office) による。
- 6) 英国の予算においては、統合国庫資金予算 (Above the Line に相当) と国家貸付資金予算 (Below the Line に相当) とに予算区分がなされている。統合国庫資金は、ほぼ日本の一般会計に相当し、収入は租税収入および雑収入から成り、支出は議定費（国防、農林漁業等、歳出額の太宗を占めており、毎年度議会の承認を要するもの）と既定費（国家貸付資金への国債費繰入れ等、法律や議会の議決によりいったん支出が承認されると、毎年自動的に支出が認められるもの）に分けられる。国家貸付資金は、日本の財政投融资計画にほぼ相当し、収入は貸付回収金、統合国庫資金の余剰（赤字の場合は負の収入）、統合国庫資金からの国債費繰入れ、貸

付金利息等から成り、支出は、公共企業体や地方公共団体への貸付、国債費等から成る。国家貸付資金に不足がある場合は、国債発行または借入れによって資金が調達される。したがって、国債残高の増減を決定するのは、統合国庫資金の余剰（または不足）ではなく、国家貸付資金の収支尻である。

- 7) 1964年10月から1970年6月までは労働党政権下であり、1969年代後半はNational Plan（国民経済計画、1965年9月）に見られるように道路、教育等の公共支出の大きな伸びが見られたが、大増税が行なわれたので、収支は改善した。
- 8) 産業を国有化する際、株主等に対して国が補償する必要がある。このような場合の補償は、通常（国債ではなく）政府保証債の交付により行なわれたので直接的に国債残高が増加したわけではない。国有産業に対し、その資本的支出のための貸付を行なう際の資金調達の結果として国債残高が増加すると考えられる。国有化補償支払額の例としては、石炭（388百万ポンド、1946年石炭産業国有化法）、運輸（1,217百万ポンド、1947年運輸法）、電気（540百万ポンド、1947年電気法）、ガス（265百万ポンド、1948年ガス法）、鉄鋼（244百万ポンド、1949年鉄鋼法）などがある（遠山 [1973] による）。
- 9) Funded debt は確定債と訳されることもある。Funded の元来の意味には特定租税を担保としているという趣旨が含まれていた（Hargreaves [1930]）。
- 10) 1720年にイングランド銀行のもつ国債管理における支配的な地位に対抗して、南海会社による一大計画が企てられたが失敗し、「南海泡末事件」とよばれる事件がひきおこされた。この結果、南海会社がイングランド銀行の競争者となることはなくなったが、南海会社はその後国債の大口保有者としての地位は保持した。
- 11) ディスカウント発行の状況は、例えば、つぎのとおり。1801年2月の起債は、3%コンソルの額面125に対して現金払込100、などとなっており、額面4,921万ポンドに対する収入金は2,800万ポンドにすぎなかったという（Hargreaves [1930]）。
- 12) 有期年金とは、毎年元本の一部が返済されていく債務である。
- 13) 大部分がアメリカからのものであり、1919年までに13億65百万ポンドに達しているが、これらの債務は、1931年のフーパーモラトリアムに従って消却された。
- 14) 第一次世界大戦までの国債急増期における政策目標では流動債の比率を一定以下に抑えることが重視されたが、1930年代に信用のコントロールができるようになり、利払費の縮減とともに、戦後の借換を考慮し、満期の多様化に留意された。
- 15) これらの流動債に対しては、戦後、長期借換が行なわれ、中・長期債に転換されている。
- 16) 植民地の財政寄与については、植民地サイドの研究者と英本国の研究者の間では、かなり見解に相違がある。ポール・アインツィヒは、著書『“イギリス病”は治るか』において「イギリスの植民地搾取ということは一つの神話である。19世紀を通じて、そして第二次世界大戦直前まで、新しい投資あるいは経常費支弁の形で植民地に注ぎこまれたイギリスの資金の額は、利潤や配当の形

で受け取られた額より概して多かった。……」と述べている。

- 17) 国債委員：1786年減債法に基づき設置される。大蔵省国債局経理長官が日常業務の任にあり、減債基金の管理および郵便貯蓄銀行、信託貯蓄銀行基金のための政府証券の売買等を行なう。国債管理委員は今日でも存在しているが、その権能は個別減債基金の管理だけであり、1860年以来、委員会開催の記録はないという。
- 18) 1829～75年の間に、政府関係機関を主な対象とした有期年金の方法により1億20百万ポンドの債務が償還されている（Hargreaves [1930]）。
- 19) 定額予算計上。国債費定額（Permanent Annual Charge for the National Debt）は法律によりその総額を定められ、いわゆる既定費として年度毎の議会の承認を必要とせずに、国庫の負担とされる。国債費定額の変更、あるいは新減債基金への繰入れを停止するためには財政法（Finance Act）の一条をもって規定しなければならない。また、新減債基金は既定費の負担となるイングランド銀行借入れおよび議定費のための一時借入れの償還には充当できず、旧基金は後者に対してのみ充当できない。大蔵省証券は、これらの基金により償還できる（1877年大蔵省証券法）。
- 20) 1923年には国債費定額が廃止され、1923年減債基金が実施された。1928年には再び国債費定額が固定されたが、いずれも実効をあげなかった。
- 21) ヒックス [1961] など。
- 22) ただし、有期年金のための減債基金および3%利子借換債の個別的減債基金の二つの減債基金がある。

参考文献

- アンドレアデス, A. (町田義一郎, 吉田啓一訳)
[1965], 『イングランド銀行史 (Histoire de la Banque d'Angleterre)』日本評論社。
- スミス, A. (大河内一男監訳) [1776], 『国富論Ⅲ』中央公論社。
- ヒックス, U.K. (遠藤湘吉, 長谷田彰彦訳) [1961], 『イギリス財政史 (British Public Finances - Their Structure and Development 1880-1952)』東洋経済新報社。
- 大蔵省 [1937], 『世界戦争各国戦費及財源要覧』。
- 遠山嘉博 [1973], 『イギリス産業国有化論』ミネルヴァ書房。
- Central Statistical Office, Annual Abstract of Statistics, 各年版。
- Deane, P. and Cole, W.A. [1962], *British Economic*

- Growth 1688-1959 Trends and Structure*, Cambridge University Press.
- Dickson, P.G.M. [1967], *The Financial Revolution in England; A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, Macmillan St Martin's Press.
- Einzig, P. [1969], *Decline and Fall?: Britain's Crisis in the Sixties*, Macmillan.
- Hargreaves, E.L. [1930], *The National Debt*, Edward Arnold & Co.
- Hicks, U.K. [1951], *Public Finance*, Cambridge

- University Press.
- Mitchell, B.R. [1962], *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge University Press.
- Norton, W.E. [1969], Debt Management and Monetary Policy in the United Kingdom. *Economic Journal*, Sep.
- Peacock, A.T, and Wiseman, J. [1961], *The Growth of Public Expenditure in the United Kingdom*, Urwin University Books.

(東京大学先端経済工学研究センター教授)